

Qualité de la communication financière au sujet des pratiques de gouvernance d'entreprise : cas du SBF 120

Hanen BEN AYED- KOUBAA

Chercheur au PRISM

Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne

17 Place de la Sorbonne 75005 Paris

hanen_ba@yahoo.fr

Résumé : La présente étude tend à vérifier l'impact des *caractéristiques du conseil d'administration*, de la *structure de propriété* et de l'*actionnariat salarié* sur la qualité de l'information diffusée par l'entreprise. D'autres variables de contrôle, ont été intégrées à notre analyse vu l'influence qu'elles exerçaient sur la précision des prévisions des analystes financiers retenue comme proxy de la qualité de la communication. Les résultats obtenus, à partir d'un échantillon constitué de l'ensemble des entreprises industrielles et commerciales appartenant à l'indice SBF 120 entre 2002 et 2007, semblent indiquer un effet positif de la présence d'un comité de nomination au sein du conseil. L'indépendance des administrateurs nuit toutefois à la qualité de l'information diffusée par l'entreprise. Concernant la structure de propriété, l'hypothèse de l'expropriation des actionnaires minoritaires par les actionnaires minoritaires a été rejetée.

Mots clés : Gouvernance des entreprises, communication financière, structure de propriété, conseil d'administration, actionnariat salarié.

ABSTRACT : This study extends earlier research on corporate governance by examining whether ownership structure, board characteristics and employee representation on the board have an effect on the analyst forecast accuracy.

Using panel data from French firms for the financial years 2002-2007, we find that the quality of financial reporting is negatively related to the independence of the board. We also find that the employee representation on the board reduce the accuracy of analysts forecasts. However the results reject the hypothesis of expropriation.

Keywords: Corporate governance, analyst forecast accuracy, board composition, ownership structure, employee representation.

Qualité de la communication financière au sujet des pratiques de gouvernance d'entreprise : cas du SBF 120

1. Introduction

Dans une acception extensive de la politique comptable, Casta (2000, p. 962) avance que cette dernière concerne, entre autres, la détermination du volume et du degré d'agrégation de l'information publiée dans les états financiers et plus particulièrement dans l'annexe des comptes annuels consolidés ; la détermination de l'information publiée dans le rapport de gestion relatif aux comptes annuels (ou consolidés) ainsi que dans le rapport semestriel à la charge des sociétés cotées ; la détermination de la date de divulgation de l'information financière et la publication volontaire d'états financiers facultatifs (comme le tableau de financement) ou d'informations relatives à la marche de l'entreprise.

Les choix en matière de communication financière relèvent ainsi de la politique comptable de l'entreprise et constituent par là même l'un des piliers d'actions dont dispose le dirigeant. Ainsi et comme tout choix comptable, le comportement de l'offre de l'information par les entreprises vise à atteindre des objectifs précis. Selon Dumontier et Raffournier (1989), ces derniers diffèrent selon que l'interprétation de ce comportement se fait sous l'angle financier ou contractuel. Dans le premier cas, la publication de l'information doit permettre aux investisseurs de réviser leurs anticipations : elle présente ainsi un rôle prédictif. Dans le second cas, elle doit permettre aux membres de l'entreprise ou aux tiers de contrôler la gestion et de vérifier que les dispositions contractuelles régissant le fonctionnement de l'entreprise ont été respectées : elle présente ainsi un rôle contractuel.

Outre la théorie de l'agence et la théorie de signal qui identifient le comportement de divulgation en tant qu'une réponse à un environnement externe. La décision de publier voire de retenir une information résulte d'un arbitrage entre les coûts et les bénéfices attendus (Verrecchia, 1983 ; Dye, 1985). La théorie des coûts de l'information permet, à ce titre, d'appréhender le comportement et/ou l'étendue de divulgation d'un point de vue interne à

l'organisation, à partir de critères économiques du type coût-bénéfice. Verrecchia (1983) souligne l'existence d'un seuil de publication et montre à partir de son modèle que lorsque la divulgation d'informations a un coût, la rétention d'information est peu sanctionnée.

Ainsi lorsque l'avantage attendu/espéré d'une divulgation n'excède pas le coût marginal occasionné, il est probable que le dirigeant ne révèle pas l'information pour le marché et que par conséquent les dirigeants diffusent proportionnellement moins d'informations. Ceci est d'autant plus vrai que l'offre de l'information- comme nous l'avaient rappelé les déboires financiers récents- constitue aussi un vecteur privilégié d'enracinement pour les dirigeants désireux de se soustraire à leurs obligations et qui peut être déployé à leur guise pour des fins opportunistes. A l'opposé d'une pratique naïve de la transparence, les dirigeants peuvent opter pour une attitude de rétention systématique voire de déformation de l'information notamment sous l'hypothèse de l'opportunisme dont l'un des vecteurs privilégiés est l'information.

Les mécanismes de gouvernance sont censés à ce titre, limiter les comportements opportunistes et contrôler les comportements discrétionnaires éventuels en la matière (Charreaux, 1997). En ce sens et comme le précise Bessire (2003, p.4), l'un des objectifs souvent affichés par les différents rapports sur la gouvernance qui se sont succédés est d'accroître la transparence.

Dans ce contexte, cet article vise à vérifier si les mécanismes de gouvernance contrôlent la latitude managériale en matière de diffusion de l'information comptable et en ce sens améliorent-ils la qualité de cette dernière ?

Des études précédentes se sont intéressées à cette problématique. Notre recherche se distingue de ces études à plusieurs niveaux. Tout d'abord, la plupart d'entre elles se sont limitées à vérifier/tester l'efficacité de quelques mécanismes de gouvernance et ce de façon séparée. Notre étude porte sur plusieurs aspects de la gouvernance à la fois.

Par ailleurs, et malgré leur richesse, la plupart de ces travaux privilégient essentiellement les conflits d'intérêts entre actionnaires et dirigeants, et ne prévoient nullement le cas où les investisseurs sont en conflits entre eux. Or, et comme le remarque Le Maux (2003, p.11), « les conflits entre actionnaires ne sont nullement négligeables, l'actualité nous l'ayant rappelé à de nombreuses reprises (ex : Groupe André) ».

Une autre limite des études précédentes, notamment menées dans le contexte français, réside dans le fait qu'elles se sont focalisées sur l'offre d'informations volontaires¹. Nous proposons dans le cadre de notre recherche, de revisiter cette problématique tout en portant notre étude sur l'ensemble de l'information publiée par l'entreprise qu'elle soit volontaire ou encore obligatoire.

Enfin, et à notre connaissance, nous serons les premiers à s'inscrire dans une approche partenariale de la gouvernance où l'on cherche à déterminer l'impact de la présence d'actionnariat salarié sur la qualité de la communication.

Cet article est organisé comme suit : la section 2 décrit le développement des hypothèses de la recherche, la section 3 sera consacrée aux aspects méthodologiques. La section 4 expose et discute des principaux résultats issus de notre analyse empirique. Enfin, des conclusions et des commentaires seront proposés.

2. Revue de la littérature et développement des hypothèses

2.1. L'influence du conseil d'administration

Que ce soit dans la théorie de l'agence (Fama, 1980) ou dans la théorie des coûts de transactions (Williamson, 1985), le conseil d'administration, apparaît comme le mécanisme privilégié chargé de discipliner les dirigeants. A cet égard, ce dernier dispose de deux leviers d'actions : le mode de rémunération au sens large (y compris les avantages non pécuniaires) et la révocation des dirigeants.

Maintes variables peuvent, néanmoins, et de façon bien souvent mutuelles, influencer sur l'efficacité du conseil d'administration. Il s'agit notamment des trois aspects suivants : la taille du conseil d'administration, sa composition et son fonctionnement.

2.1.1. La taille du conseil

La taille du conseil d'administration sous tend aussi bien des avantages que des inconvénients.

Une taille importante du conseil d'administration permet d'accroître le potentiel d'expertise ainsi que les ressources de l'organisation (Pfeffer, 1972). Cela a aussi pour avantage de rendre

¹A notre connaissance, les seules études menées en la matière dans le contexte français sont celles menées par Ben Ali (2007) et Lakhal (2006). Elles portent, toutes deux sur l'information divulguée volontairement par l'entreprise.

difficile la formation d'un consensus pour des mesures favorisant l'enracinement des dirigeants. Enfin, les perspectives stratégiques s'en trouvent accrues (Pearce et Zahra, 1991)².

Néanmoins, ceci est contrebalancé par les coûts générés par la présence d'un nombre conséquent d'administrateurs. Ces coûts sont d'autant plus importants que le nombre d'administrateurs l'est. Par ailleurs, une taille accrue de cet organe (le conseil d'administration) réduit sa performance notamment par : (1) l'augmentation des problèmes de communication et de coordination (2) la baisse de la capacité des administrateurs à contrôler les dirigeants (Jensen, 1993) (3) et le manque d'implication dans les décisions stratégiques Maati (1999, p. 143). Enfin, « selon Ginglinger (2002), la présence de nombreux administrateurs dans le conseil amplifie les conflits entre les administrateurs et accroît l'existence de passagers clandestins »³.

Ainsi, il existerait un nombre optimal d'administrateurs qui se situe selon Jensen (1993) à un niveau de sept à huit membres, son efficacité décroissant au delà car il devient plus facilement manipulable par le dirigeant.

Plusieurs recherches empiriques se sont intéressées quant aux liens éventuels entre la taille du conseil de l'administration d'une part et la qualité de l'information comptable d'autre part.

En présence d'arguments contradictoires quant à l'impact d'une taille accrue du conseil d'administration, plusieurs travaux se sont consacrés notamment aux liens éventuels entre la taille du conseil de l'administration d'une part et la qualité de l'information diffusée par l'entreprise. Ces études semblent mettre en évidence l'effet positif d'une taille élevée du conseil d'administration sur la qualité de la communication financière.

Les résultats trouvés par Donnelly et Mulcahy (2008) auprès d'un échantillon d'entreprises Irlandaises suggèrent ainsi qu'un conseil de grande taille **accroît** le niveau d'information publiée volontairement par les dirigeants dans leurs rapports annuels. Loukil et Triki (2008) trouvent, également, une relation **positive** et significative entre la taille du conseil d'administration et le niveau de divulgation volontaire dans les rapports annuels des firmes tunisiennes.

Les résultats de Kent et Stewart (2008) confirment ce résultat. Sur la base d'un échantillon de 965 entreprises australiennes en 2004, ces derniers trouvent une association **positive** entre le

² Cité par Maati (1999, p. 143).

³ Cité par Lakhal (2006, p. 75).

niveau d'information diffusée relative aux transitions aux normes IFRS et la taille du conseil d'administration.

Karamanou et Vafeas (2005) concluent, néanmoins, à l'**absence** de lien significatif entre la taille du conseil d'administration et la publication de résultats prévisionnels par les dirigeants ainsi que leur exactitude dans le contexte américain. Ho et Wong (2001) ont également trouvé une relation **non significative** entre la taille du conseil d'administration et la publication volontaire./ ne fait apparaître

En France, les résultats de Lakhali (2006) suggèrent que la taille de conseil d'administration **ne semble pas avoir** de lien avec la décision de publication volontaire des résultats.

Ainsi, et d'après ce qui précède, il semble que le contrôle est d'autant plus efficace que la taille du conseil d'administration est grande. D'où, l'hypothèse suivante sera testée :

Hypothèse 1 : la taille du conseil d'administration a un impact positif sur la qualité de l'information diffusée par l'entreprise.

2.1.2. L'indépendance des membres du conseil d'administration

Selon la théorie de l'agence, les administrateurs internes ne disposent pas du pouvoir suffisant pour contester les choix des dirigeants. Ces administrateurs sont des cadres de l'entreprise ou des salariés qui dépendent hiérarchiquement des personnes qu'ils doivent contrôler. Il leur est par conséquent difficile de s'opposer à leurs responsables hiérarchiques directs sans compromettre leur carrière et leur avenir dans l'entreprise.

Néanmoins, les administrateurs externes sont supposés être plus compétents. En effet, ces administrateurs sont souvent des dirigeants, des représentants d'organismes financiers ou d'institutions. Leur expérience et leur situation leur permettraient de s'opposer aux décisions les plus contestables et donc d'exercer un contrôle plus efficace. Par ailleurs, l'existence d'un marché concurrentiel des administrateurs externes garantirait selon Fama (1980) l'absence de collusion entre ces derniers et les dirigeants.

La théorie de l'enracinement prédit au contraire que ces administrateurs n'ont pas le pouvoir suffisant pour s'opposer aux stratégies mises en œuvre par les dirigeants pour accroître leur pouvoir sur les partenaires (et dont notamment le développement de l'asymétrie de l'information). Par ailleurs, la diversification du risque du capital humain des administrateurs externes peut réduire leurs incitations à engager une surveillance effective, outre le manque de temps qu'il pourra allouer à chaque poste.

Sur le plan empirique, un nombre croissant d'études s'intéresse à la relation entre l'indépendance des membres du conseil et la qualité de la communication financière.

A ce titre, Forker (1992) montre qu'une grande proportion des administrateurs externes au sein du conseil d'administration améliore le contrôle et augmente la qualité des publications de l'entreprise. De leur part, et tout en se basant sur un échantillon d'entreprises irlandaises pour l'année 2002, Donnelly et Mulcahy (2008), concluent à une relation positive et significative entre l'indépendance du conseil et l'étendue de la diffusion volontaire d'information dans le rapport annuel. Gul et Leung (2004) rapportent des résultats similaires auprès d'un échantillon de 385 entreprises cotées à la bourse de Hong Kong. Ces auteurs observent que la fraction d'administrateurs indépendants et plus encore le fait que ces derniers soient expérimentés, tous deux, incitent les dirigeants à publier davantage d'informations volontaires.

Tout en se basant également sur des scores de divulgations construits individuellement⁴, Eng et Mak (2003), Haniffa et Cooke (2002) et plus récemment Barako et al. (2006) trouvent, néanmoins, une relation ***négative et significative*** entre la présence d'administrateurs externes au sein du conseil d'administration et la qualité de la communication et ce auprès d'entreprises cotées respectivement à la bourse de Singapour, de la Malaisie et de Nairobi (Kenya). Si Eng et Mak (2003) privilégie la thèse de substitution entre la présence d'administrateurs indépendants au sein du conseil d'une part et l'offre de l'information volontaire d'autre part pour expliquer ce résultat, Barako et al. (2006) soutiennent qu'une autre justification possible serait le manque d'indépendance réelle de ces administrateurs.

Dans un contexte institutionnel différent celui du Canada, et avec une problématique quelque peu différente, Boujenoui et Ben Amar (2006), confirment de leur part l'existence d'une association positive entre l'indépendance des membres du conseil et l'étendue de l'information présentée par les sociétés cotées à la bourse de Toronto au sujet de leurs pratiques de gouvernance. Kramanou et Vafeas (2005), trouvent également que la probabilité d'annoncer des résultats prévisionnels est positivement corrélée à la proportion des administrateurs indépendants (non exécutifs) au sein du conseil d'administration.

D'autres études se sont intéressées aux relations entre les scores de publications effectués par certains organismes privés. A cet effet, les résultats des études menées par Ben Ali (2007) sur des entreprises françaises, par Arcay et Vazquez (2005) sur des entreprises espagnoles et par

⁴ À l'instar de Donnelly et Mulcahy (2008) et de Gul et Leung (2004).

Baek et al. (2009) sur des entreprises S&P tendent à vérifier l'hypothèse d'une association positive entre l'indépendance du conseil d'administration et la qualité de communication financière.

Enfin, des relations statistiquement non significatives ont été observées par certains chercheurs. Ainsi, Lakhal (2004, 2006) trouve que la présence d'administrateurs externes au sein du conseil d'administration n'affecte pas la publication volontaire des résultats par les dirigeants des entreprises cotées à la bourse de Paris. De même, Kent et Stewart (2008) ne constatent aucune association significative entre le niveau de l'information diffusée relative aux transitions aux normes IFRS et la proportion des administrateurs indépendants non exécutifs au sein du conseil et ce auprès d'un échantillon d'entreprises cotées à la bourse d'Australie.

Au terme de cette revue de la littérature, l'indépendance du conseil d'administration semble influencer la qualité de la communication financière et ce quel qu'en soit le critère déployé pour l'approcher. Les résultats des études empiriques ne permettent, néanmoins, pas de confirmer le sens de cette relation. En outre, le peu d'études menées dans le contexte français ne portent pas sur une période récente voire se rapportent à une courte période⁵. Enfin, la quasi-totalité de ces études, ne se sont intéressées qu'à l'information volontaire. D'où, l'intérêt de vérifier l'impact de l'indépendance sur la qualité de l'information diffusée par les entreprises françaises. A ce titre, et au vu des arguments de la théorie de l'agence et de la position favorable des différents codes de bonne gouvernance à une telle présence, nous nous proposons de tester l'hypothèse suivante :

Hypothèse 2 : la présence d'administrateurs indépendants au sein du conseil d'administration a un impact positif sur la qualité de l'information diffusée par l'entreprise.

2.1.3. Le cumul de fonction de direction générale et de présidence du conseil

La législation française (loi de juillet 1966) permet aux sociétés anonymes de choisir entre deux types de structures de mode de gestion soit un conseil de surveillance et un directoire (structure dualiste), soit un conseil d'administration (structure moniste). En outre, la loi NRE a confié au conseil d'administration le choix entre deux modalités d'exercice de la direction générale qui est assumé soit par le président du conseil d'administration, soit par une autre personne physique nommée par le conseil et portant le titre de directeur général.

⁵ Ainsi, les études menées par Ben Ali (2007) et par Lakhal (2006) portent respectivement sur l'année 2004 et sur la période allant de début 1998 à fin 2001.

Ainsi les sociétés anonymes françaises ont la possibilité d'opter pour trois organisations différentes des pouvoirs de direction et de contrôle (ce qui est une situation unique dans les pays comparables).

Face à cette situation originale, la plupart des codes de bonne gouvernance laissent à l'appréciation de chaque conseil, en fonction des besoins de la société, l'adoption d'un système ou de l'autre⁶. La seule contrainte est de rendre compte de l'option retenue entre la dissociation des fonctions de président et de directeur général et le maintien de la formule de l'unicité de ses fonctions ainsi que d'« exposer les motivations et justifications de ses choix » (Rapport consolidé du MEDEF, 2003, p. 7, 2008, p.9).

Ainsi, ces codes ont opté pour une position neutre sans vouloir trancher en faveur d'une telle ou telle structure⁷. Cette position paraît néanmoins critiquable notamment du fait que le cumul des fonctions de directeur général et de président du conseil d'administration est considéré du point de vue de la théorie de l'agence comme source potentielle de conflits d'intérêts et par conséquent de coûts d'agence. En effet, lorsque le dirigeant cumule les deux fonctions, sa capacité d'influencer les décisions au sein du conseil d'administration augmente. Le cumul des fonctions confère souvent des prérogatives importantes en matière de gestion des agendas, des convocations et des ordres du jour et de ce fait permet aux dirigeants, notamment, de défendre plus aisément les projets qu'ils ont initiés et mis en œuvre, même si ceux-ci ne créent pas de valeur pour les actionnaires. La cooptation d'administrateurs affiliés, et facilitée par un tel cumul, peut constituer également un risque pour les actionnaires (Jensen, 1993).

Enfin, la présence de ce dernier à la présidence du conseil, en raison du pouvoir qu'elle lui confère rend la révocation des dirigeants peu performants difficile (Morck et al, 1989). « A cet égard, la séparation des fonctions peut être une mesure favorable dans le sens où cela permet d'instaurer un véritable équilibre de pouvoirs et de ce fait favorise une évaluation objective par le conseil d'administration de la performance du dirigeant et de son équipe (Maati, 1999, p. 146).

La nouvelle forme d'organisation (société anonyme du type duale) autorisée depuis la loi du 24 juillet 1966, permet, à ce titre, de remédier à certains inconvénients inhérents au fonctionnement de la société anonyme classique (à conseil d'administration avec cumul des

⁶ Seules les recommandations émanant de l'AFG sont favorables au principe général de séparation des fonctions de président et de directeur général en tant que gage de l'indépendance des administrateurs.

⁷ La plupart des places boursières recommandent quant à eux de séparer les deux fonctions, ou à défaut d'expliquer pourquoi le cumul a été maintenu, c'est le cas de la bourse de Toronto dans ses lignes directrices (Piot, 2009, p. 106).

fonctions). En l'occurrence, la séparation des pouvoirs améliore la qualité de contrôle et réduit les bénéfices associés à la rétention de l'information et de ce fait la qualité de la communication devrait de ce fait être améliorée (Forker, 1992).

L'étude de Gul et Leung (2004) portant sur un échantillon de 385 entreprises cotées à la bourse de Hong Kong montre également que le cumul des fonctions est associé à un niveau plus faible de publication volontaire au niveau du rapport annuel. De sa part, Lakhal (2006) trouve que la probabilité de publication volontaire des résultats par les dirigeants augmente en présence d'une structure de dualité dans le conseil.

Hormis ces trois études, les travaux recensés, n'ont pas permis de confirmer une relation significative entre le cumul ou la séparation des fonctions de directeur général et la qualité de la communication et ce quelque soit le proxy déployé pour la mesurer. Ainsi, et tout en utilisant des scores de publication construits individuellement sur la base des informations volontaires diffusées par les entreprises dans leurs rapports annuels, un bon nombre de chercheurs ne valident tout simplement pas l'effet négatif d'un cumul des fonctions de PDG et de président du conseil sur la qualité de la communication financière (Haniffa et Cooke, 2002 ; Arcay et Vazquez, 2005 ; Barako et al., 2006 ; Loukil et Triki, 2008 ; Donnelly et Mulcahy, 2008). De même, Boujenoui et Ben Amar (2006) trouvent, sur un échantillon d'entreprises cotées à la bourse de Toronto que la dualité des postes de chef de direction et de président du conseil d'administration n'affecte pas significativement les informations diffusées par les entreprises au sujet de leurs pratiques de gouvernance. Ben Ali (2007) rapporte des résultats similaires dans le contexte français. Plus précisément, le fait que l'entreprise soit nommée ou non pour le prix du meilleur rapport annuel attribué par l'AGEFI ne dépend pas de la séparation des postes. Enfin, et tout en s'intéressant au cadre particulier de passage aux normes IFRS, Kent et Stewart (2008) montrent également que le fait d'assumer à la fois les deux casquettes de chefs de l'exécutif et de chairman n'a pas une influence significative sur le niveau d'informations diffusées relatives aux transitions aux normes IFRS.

Malgré l'absence d'un consensus quant à l'existence d'un impact du cumul ou de la séparation des fonctions de présidence et de direction générale sur la qualité de l'information diffusée par l'entreprise, nous pensons, que le cumul de ces fonctions a des répercussions néfastes sur la qualité de la communication. En effet, et comme nous venons de le détailler ci dessus dans une telle situation, le pouvoir disciplinaire du dirigeant est compromis. D'où, on va tester l'hypothèse suivante :

Hypothèse 3 : la séparation entre les fonctions de directeur général et de président du conseil d'administration a un impact positif sur la qualité de l'information diffusée par l'entreprise

2.1.4. La structure du conseil d'administration (l'existence ou non de sous comités spécialisés)

▪ **Aspects légaux et institutionnels**

L'idée de créer des comités spécialisés pour assister le conseil d'administration n'est pas une nouveauté en France. En effet, la loi du 24 juillet 1966 en avait prévu la possibilité.

La mise en place de tels comités a été également préconisée par les divers rapports professionnels. Toutefois, les recommandations quant aux aspects liés à l'indépendance et à la compétence des membres siégeant à ces comités restent particulièrement timides comparées à celles figurant dans les rapports internationaux.

La vague de création de ces organes au sein du conseil d'administration n'a cessé de proliférer. Les entreprises ont essentiellement adopté trois types de comités : les comités d'audit ou des comptes, les comités de nomination (ou de sélection), et les comités de rémunération.⁸

Sur le plan institutionnel, il paraît que la préconisation de la mise en place de ces dispositifs (comités indépendants d'audit, de rémunération et de nomination) soit de nature à éviter la collusion entre dirigeants et administrateurs et à établir des règles de comportement. Les comités apparaissent ainsi comme des structures de dynamisation du rôle du conseil d'administration et de la structure duale, de contrôle de l'action managériale et redistribution de l'information (Piot, 2009). Ceci est de nature à améliorer la qualité de l'information divulguée par l'entreprise.

▪ **La mise en place d'un comité d'audit**

La mise en place de comités d'audit a été préconisée notamment afin de permettre aux administrateurs de mieux appréhender les aspects comptables et financiers des sociétés et ainsi faciliter leur prise de décision. Plus précisément, cet organe a pour objectifs d'améliorer la pertinence et la crédibilité de l'information financière, d'assister le conseil d'administration dans sa mission d'examen des comptes en vue de leur arrêté et enfin de renforcer l'indépendance des auditeurs internes et externes en créant une interposition entre le

⁸ D'autres comités, bien qu'ils restent peu nombreux, ont été également créés par les entreprises soient : comité stratégique, comité d'investissement, et comité pour la qualité et le développement durable (Godard et Schatt, 2004).

commissaire aux comptes et le contrôlé⁹. Le comité d'audit doit également rencontrer et échanger régulièrement avec les responsables de l'audit interne et les auditeurs externes -en présence de la direction de la société mais également à huis clos- « afin de maximiser la probabilité de révélation des irrégularités à un niveau hiérarchique suffisant pour qu'elles soient prises en considération » (Piot et Kermiche, 2009, p. 11)¹⁰.

D'un point de vue théorique, l'efficacité du comité d'audit, notamment en matière de surveillance des choix comptables et de défense de l'intérêt des investisseurs dépend des trois critères principaux suivants : l'indépendance de ses membres, leur niveau d'expertise et l'activité du comité (Abbott et al., 2004).

Sur le plan empirique, quelques travaux se sont intéressés, récemment, aux relations entre la communication financière et la présence ou les caractéristiques du comité d'audit.

En termes de présence, Arcay et Vasquez (2005) trouvent une relation positive entre l'existence d'un comité d'audit et le niveau de divulgation de l'information volontaire par les entreprises espagnoles. Barako et al (2006) corroborent ces résultats dans un contexte différent, celui du Kenya.

Néanmoins, Forker (1992), n'a trouvé aucun lien significatif entre la présence d'un comité d'audit et la qualité des publications.

De leur part, Kent et Stewart (2008) trouvent que le niveau d'information diffusée par les sociétés australiennes pour accompagner la transition aux normes IFRS n'est pas affecté par la présence d'un comité d'audit.

En termes d'indépendance et d'expertise, Wright (1996) trouve que la proportion d'administrateurs dirigeants ou affiliés –donc non indépendants- dans le comité d'audit affecte négativement la qualité de la communication telle que mesurée par le score attribué par les analystes financiers de l'AIMR pour les années 1989 et 1993.

Dans un contexte institutionnel différent celui de l'Australie, Kent et Stewart (2008) rapportent, de leur part, des résultats contradictoires voire contre intuitifs. Plus précisément, ces auteurs relèvent une relation négative et significative entre l'expertise financière et comptable des membres du comité d'une part et le niveau d'informations diffusées pour accompagner la transition aux normes IFRS. Les résultats de cette étude semblent par ailleurs

⁹ « En intervenant notamment dans les phases de sélection-renouvellement-congédiement du cabinet d'audit » (Janin et Piot, 2008, p. 10).

¹⁰ Ces missions émanent des différents rapports professionnels et plus récemment de la 8^{ième} directive européenne.

attester que l'efficacité du comité d'audit dépend de son activité (mesurée par le nombre de réunions de ses membres).

Enfin, les résultats de Karamanou et Vafeas (2005) auprès d'un échantillon d'entreprises américaines suggèrent que l'indépendance des membres du comité d'audit, leur expertise financière ainsi que le nombre de réunions qu'ils effectuent n'influencent pas l'annonce de résultat prévisionnel par le dirigeant.

D'après ce qui précède, les résultats sont plus mitigés et pour l'heure moins nombreux en ce qui concerne la qualité de communication financière. Ceci nous paraît surprenant au regard du rôle que cet organe est censé jouer dans l'amélioration de la qualité de celle-ci.

Ainsi, l'IFA (2008)¹¹, préconise en matière de communication financière que le comité d'audit :

- «- s'assure de l'existence d'une procédure récapitulant les obligations en matière de communication financière au marché (nature, échéances et personnes responsables) ;
- examine les principaux éléments de la communication financière relative aux comptes ;
- s'assure de la concordance entre les comptes et les éléments relatifs aux comptes inclus dans la communication financière ;
- examine la pertinence des éléments relatifs aux comptes donnés dans la communication financière. »

D'où, et notamment à la lumière d'absence d'une étude menée dans le contexte français quant à l'impact de la mise en place d'un comité d'audit voire de ses caractéristiques sur la qualité de la communication financière, il nous paraît opportun de tester les deux hypothèses suivantes :

Hypothèse 4 : La mise en place d'un comité d'audit a un impact positif sur la qualité de l'information diffusée par l'entreprise.

Hypothèse 5 : L'indépendance du comité d'audit a un impact positif sur la qualité de l'information diffusée par l'entreprise.

▪ La mise en place d'un comité de nomination

Outre le comité d'audit, la mise en place d'un comité des nominations a été préconisée par les différents rapports professionnels ainsi que largement adoptée par les entreprises françaises

¹¹ Rapport IFA (2008), « Comité d'audit : les 100 bonnes pratiques ».

(Godard et Schatt, 2004). Cet organe doit privilégier la nomination de personnes compétentes et assurer la sécurité des actionnaires en proposant des administrateurs indépendants. Selon Ebondo Wa Mandzila (2006, p. 159), « le comité des nominations a cette lourde responsabilité de couper le lien ombilical entre le PDG et les administrateurs » et constitue par là même la plateforme d'une bonne gouvernance de l'entreprise. Sous l'hypothèse d'indépendance de ses membres¹², « cette structure technique du conseil d'administration doit permettre effectivement d'identifier les qualités requises chez un nouvel administrateur capable d'apporter de nouvelles compétences, expertises et expériences » (Ebondo Wa Mandzila, 2008, p. 11).

Nous pensons de ce fait que ce comité joue un rôle non négligeable dans l'amélioration du contrôle effectué par les dirigeants et par là même de la qualité de l'information diffusée par l'entreprise. Or et comme le soulignent Pochet et Yeo (2004, p. 35), les comités de sélection sont loin de remplir en France, les fonctions qui leur sont dévolues dans les pays anglo-saxons. Plus précisément alors qu'aux Etats Unis, ce comité a pour mission d'identifier et de proposer des candidats pour siéger au conseil d'administration, en France, « le dirigeant continue à influencer fortement le processus de sélection » (Pochet et Yeo, 2004, p. 35).

A la lumière de ces développements et à la lumière d'absence d'études empiriques il nous a paru opportun de tester l'hypothèse suivante :

Hypothèse 6 : La mise en place d'un comité de nomination a un impact positif sur la qualité de l'information comptable.

2.1.5. L'activité du conseil d'administration

Outre l'indépendance et la composition du conseil d'administration, l'efficacité de cet organe dépend de son activité, mesurée le plus souvent par le nombre de réunions de ses membres. D'un point de vue institutionnel, « la loi laisse aux statuts de la société le soin de déterminer les règles relatives à la convocation et aux délibérations du conseil et n'impose aucune obligation sur la périodicité et sur la durée des séances » (Rapport IFA, 2007, p. 31)¹³. Selon le rapport Viénot 1 (1995, p. 17), « les conseils doivent se réunir lorsque les circonstances l'exigent et, à défaut de circonstances particulières, quatre à six réunions sont suffisantes pour contrôler la marche du groupe et prendre des décisions essentielles... : la réunion doit être

¹² A l'instar des comités de rémunération, les rapports professionnels préconisent également que ces comités soient composés majoritairement d'administrateurs indépendants.

¹³ La loi impose néanmoins que « chaque séance du conseil soit consignée dans un procès verbal qui résume les débats et précise les décisions prises » (Rapport IFA, 2007, p. 32).

d'une durée suffisante pour débattre utilement de l'ordre du jour ». Le rapport Viénot 2 (1999, p. 28) précise, en outre, que « la périodicité et la durée des séances du conseil d'administration doivent être telles qu'elles permettent un examen et une discussion approfondis des matières relevant de la compétence du conseil ». Enfin les rapports consolidés du MEDEF reprennent les mêmes dispositions.

Les résultats de l'étude menée par Godard et Schatt (2004) montrent que le nombre des réunions des administrateurs a augmenté significativement en vingt ans. Alors qu'elles étaient au nombre de 4 au maximum, elles ont passé à une moyenne sept. Les résultats de l'étude menée par ces derniers témoignent également de dispersions entre les entreprises. Lipton et Lorsch (1992) avancent que l'efficacité du conseil d'administration croît avec la fréquence des réunions de ses membres. Jensen (1993) souligne, néanmoins, que ces réunions ne seraient pas forcément utiles du fait de leur courte durée, ne favorisant pas ainsi un échange fructueux entre les dirigeants et les administrateurs.

Sur le plan empirique très peu d'études se sont intéressées à l'impact de l'activité du conseil sur la qualité de la communication. Kent et Stewart (2008) montrent, à ce titre, que des conseils d'administration plus actifs publient plus d'informations relatives aux transitions aux normes IFRS et ce auprès d'un échantillon d'entreprises australiennes. Karamanou et Vafeas (2005), ne trouvent pas, quant à eux, d'effet significatif du nombre de réunions des membres du conseil d'administration sur l'annonce de résultats prévisionnels par le dirigeant.

Dans ces circonstances, et vu que de telles réunions semblent favoriser un contrôle plus rigoureux, il nous a paru opportun de tester l'hypothèse suivante dans le cadre français :

Hypothèse 7 : Le nombre des réunions des membres du conseil d'administration a un impact positif sur la qualité de la communication financière.

2.2. L'influence de la structure de propriété

Un autre mode de contrôle a été mis en avant par la théorie de l'agence, il s'agit de l'actionnariat dont la concentration et la composition peuvent influencer fortement les rapports de pouvoir entre les actionnaires et les dirigeants.

Ces deux éléments (concentration du capital et nature des actionnaires) conditionnent les incitations des actionnaires à investir dans le contrôle de la gestion de la firme.

2.2.1. La concentration du capital

Comme le montrent les résultats des études¹⁴ menées par Shleifer et Vishny (1986) et La Porta et al. (1998), la répartition du capital des sociétés américaines ne peut être comparée à celle des sociétés européennes, notamment en raison de l'existence des blocs de contrôle.

Concernant les sociétés françaises, Bloch et Kremp (1999) trouvent que, pour les entreprises faisant partie du CAC 40, le plus grand actionnaire détient en moyenne directement 29.4% des droits de vote. Par ailleurs, Bloch et Kremp (1999) montrent que le plus grand actionnaire détient en moyenne directement 66% (52%) du capital dans les entreprises françaises non cotées (cotées). De même, Faccio et al (2002), qui retracent la structure de l'actionnariat des entreprises européennes, trouvent que la participation en capital de l'actionnaire de contrôle français est de 46.68% et celle en droits de vote est de 48.32%. De leur part, Barontini et Caprio (2005) considèrent des entreprises françaises de grande taille et montrent que la participation moyenne en capital et en droits de vote de l'actionnaire de contrôle ultime est respectivement de 35.9% et de 46.5%. Enfin, les résultats de l'étude menée par Latrous, I (2006) sur les sociétés du SBF 250 font apparaître que 64.7% des firmes de l'échantillon sont contrôlées majoritairement¹⁵, 19.9% sont contrôlées minoritairement¹⁶ et seulement 15.4% des firmes ne disposent pas d'une coalition de contrôle majoritaire au capital ou au conseil d'administration.

« L'ensemble de ces informations tendent à remettre en cause une éventuelle dispersion du capital et, par conséquent, une logique du gouvernement de l'entreprise reposant uniquement sur un conflit actionnaires-dirigeant » (Le Maux, 2005, p. 7).

Dans ce contexte, le principal problème d'agence n'est pas entre les dirigeants et les actionnaires, mais plutôt est la conséquence des conflits entre deux catégories distinctes d'actionnaires soient :

1. les « inside shareholders » ou « actionnaires de contrôle » : qui participent activement dans la gestion de la firme ;
2. et les « outside shareholders » ou actionnaires extérieurs, qui sont les actionnaires passifs, qui n'interviennent nullement dans la politique de la firme et qui ne sont rémunérés que par la distribution des dividendes.

¹⁴ Il ne s'agit pas d'une liste exhaustive de l'ensemble des travaux menés en la matière mais **des plus importants**.

¹⁵ Disposent d'un actionnaire majoritaire au seuil de 40%.

¹⁶ Disposent d'une coalition de contrôle majoritaire au sein du conseil d'administration sans être majoritaire au capital (au seuil de 40%).

De façon plus extensive, les hypothèses principales de la théorie d'agence, c'est à dire le manque d'information et le fait que celle-ci ait un coût, sont alors vérifiées entre le groupe de contrôle (coalition de contrôle) d'une part et les actionnaires externes d'autre part.

Ces groupes de contrôle disposent de pouvoirs étendus qui sont susceptibles de leur fournir des bénéfices privés et de les inciter à agir en fonction de leurs intérêts et ce notamment par la manipulation de l'information comptable.

En effet, et comme le souligne La Porta et al, dans les pays où la protection juridique est faible et où les marchés de capitaux sont peu développés, l'extraction des bénéfices privés par les actionnaires de contrôle est forte.

Plusieurs études ont permis, d'ailleurs, de mettre en évidence l'existence de tels bénéfices¹⁷ et témoignent par là même de l'incitation qu'ont les dirigeants à manipuler l'information comptable afin de s'octroyer de tels bénéfices et/ou de masquer leur existence¹⁸.

Ainsi et d'après de ce qui précède, les conflits d'intérêt opposant les actionnaires de contrôle aux actionnaires minoritaires peuvent nuire à la qualité de l'information comptable.

La relation entre la concentration du capital d'une part et la qualité de la communication de l'autre part a fait l'objet de plusieurs études.

A ce titre, les résultats de l'étude menée par Gelb (2000) aux Etats Unis indiquent une relation négative entre la qualité de la communication et le pourcentage de capital détenu par les administrateurs, les dirigeants et les actionnaires importants.

Sengupta (2004) a trouvé une relation négative entre le pourcentage de capital détenu par les blocs de contrôle d'une part et la publication des bénéfices trimestriels en temps opportun d'autre part.

Néanmoins aucun lien significatif n'a été détecté par Eng et Mak (2003) entre le pourcentage de capital détenu par les blocs de contrôle d'une part et l'offre volontaire de l'information par les entreprises cotées à Singapour d'autre part.

En France, et tout en ayant recours à des proxys différents de la qualité de la communication financière, les résultats des études menées par Labelle et Schatt (2003) ; Lakhal, F (2004) et

¹⁷ Pour une récapitulation des résultats de ces études, voir Le Maux, J (2003), « Les bénéfices privés : une rupture de l'égalité entre actionnaires », *Finance Contrôle Stratégie*, Vol 6, N°1, Mars, pp. 63-92.

¹⁸ Les résultats de l'étude empirique menée par Leuz et al (2003), corroborent cette analyse. En effet, ces derniers obtiennent une relation positive entre la gestion du résultat et le niveau des bénéfices privés du contrôle appropriés par les actionnaires de contrôle. Ils montrent que les bénéfices privés expliquent 93% la variation de la gestion des résultats.

Ben Ali, C (2005, 2007), montrent l'existence d'une relation négative entre la qualité de la communication financière d'une part et la concentration du capital d'autre part. Néanmoins, les résultats de ces études sont à prendre avec prudence. En effet, sans négliger leurs apports, la plupart d'entre elles ont privilégié les conflits d'intérêt traditionnels entre actionnaires et dirigeants. Or, ce conflit trouve très peu d'application dans le contexte français. D'autant plus, les mesures de la qualité de communication financière utilisées lors de ces études sont sujettes à de nombreuses critiques.

Plus récemment, l'étude de Boubaker et Labégorre (2006), a tenté de pallier ces limites. Ainsi avec une approche différente (plus adéquate au contexte français), ils ont montré à partir d'un échantillon de 423 entreprises françaises observées sur la période 1999-2000 que plus le contrôle des droits de vote est concentré entre les mains du principal actionnaire plus les prévisions des analystes sont précises. Néanmoins, l'écart entre les droits aux cash-flows ultimes et les droits au contrôle ultime du principal actionnaire est relié positivement à l'erreur de prévision des analystes. Autrement dit, les analystes prédisent d'autant plus précisément le résultat d'une société que l'écart entre les pourcentages de contrôle et de capital du principal actionnaire diminue. Enfin les résultats de cette étude montrent que l'existence d'un contrôle pyramidal n'influence pas significativement la précision des estimations des analystes financiers.

Il ressort de ce qui précède que si la majorité des travaux recensés semblent attester une incidence négative de la concentration du capital sur la qualité de la communication, les études menées dans le contexte français semblent être moins consensuelles. Par ailleurs force est de constater que même si des études de plus en plus nombreuses prétendent se focaliser sur le conflit d'agence (d'intérêt) du type II, les mesures déployées restent classiques ne permettant pas de tester l'impact effectif de la présence d'une coalition de contrôle sur la qualité de la communication. Enfin, la majorité de ces études ne portent pas sur une période récente¹⁹ et de ce fait ne tiennent pas compte notamment de l'évolution du cadre institutionnel de la communication financière²⁰.

¹⁹ Parmi les 5 études recensées dans le contexte français, 4 d'entre elles portent sur une période « avant 2001 ».

²⁰ L'environnement informationnel des sociétés françaises a été largement affecté notamment par la promulgation de : la loi sur les Nouvelles Régulations Economiques (NRE), la Loi sur la Sécurité Financière du 1^{er} août 2003, (dite loi LSF) et la directive 2004/109/CE du parlement européen et du conseil, dite directive de *Transparence*.

Dans ce contexte, et à la lumière des arguments théoriques quant aux effets néfastes liés à la concentration du capital entre les mains d'un actionnaire, voire une coalition de contrôle, il nous a paru opportun de tester l'hypothèse suivante dans le contexte français :

Hypothèse 8 : La concentration du capital entre les mains d'une coalition de contrôle a un impact négatif sur la qualité de l'information diffusée par l'entreprise.

2.2.2. Les actionnaires institutionnels

Aux cotés des actionnaires majoritaires, une catégorie d'actionnaires semble aujourd'hui incontournable, les investisseurs institutionnels et ce même s'ils ne détiennent pas isolément le contrôle. L'accroissement des actifs²¹ que détiennent ces derniers les conduit à devenir des acteurs à part entière au sein des systèmes de gouvernance. « La présence de ce nouvel actionnariat s'accompagne de la formulation d'attentes nouvelles, de plus en plus pressantes sur des aspects particuliers du gouvernement de l'entreprise²² ...qui portent principalement sur deux points :

- la transparence obtenue par une bonne information des actionnaires sur les objectifs et les pratiques de l'entreprise ;
- la responsabilisation (accountability), obtenue par la nomination d'administrateurs indépendants dans le conseil d'administration et les différents comités de l'entreprise » (Plihon et Ponssard, 2002, p. 60).

Ainsi et pour faire valoir ces attentes, ces actionnaires institutionnels adoptent de plus en plus une attitude activiste et exercent une pression sur les entreprises notamment pour s'assurer d'un flux constant d'informations fiables.

Healy et al. (1999) et Bushee et Noe (2000) soutiennent que les investisseurs institutionnels sont des agents très exigeants en termes d'informations régulières et publiées en temps opportun. Lakhal (2006, p. 73) précise en outre, que ces investisseurs « occupent une place primordiale dans le développement de la communication financière en France parce qu'ils sont habitués à une information régulière et rapide aux Etats Unis ». Empiriquement, Haniffa et Cooke (2002) trouvent une association positive et significative entre la propriété des investisseurs institutionnels et le niveau de divulgation d'informations volontaires dans les

²¹Maati (1999) offre une analyse intéressante des causes de l'émergence de ces agents.

²² A titre d'exemple, la montée en puissance de Clony Capital, fonds d'investissement américain, dans le capital d'Accor coïncide avec l'adoption d'une structure de conseil d'administration avec séparation des fonctions de PDG et de président du conseil d'administration (Finet, 2009).

rapports annuels par les entreprises cotées à la bourse de Kuala Lumpur (Malaisie). Barako et al. (2006) et plus récemment Donnelly et Mulcahy (2008) rapportent des résultats similaires dans d'autres contextes soient respectivement celui de Kenya et de l'Irlande.

D'autres études se sont intéressées aux relations entre des scores de publications attribués par des organismes privés et le niveau de détention des investisseurs institutionnels. Healy et al. (1999) et Bushee et Noe (2000) rapportent ainsi une association positive et significative entre le pourcentage de capital détenu par les investisseurs institutionnels et le score de qualité de publication attribué par les analystes financiers de l'AIMR. Pour leur part, Baek et al. (2009) trouvent que la propriété des investisseurs institutionnels influe positivement la qualité de la communication telle que mesurée par le score S&P. En France, et contrairement aux résultats des études menées sur des entreprises américaines, Ben Ali (2007) ne documente aucune association significative entre la qualité des publications et la propriété des investisseurs institutionnels sur un échantillon d'entreprises industrielles et commerciales composant le SBF 120 en 2004. La qualité de la communication étant mesurée via une variable binaire égale à 1 si l'entreprise avait été nommée pour le prix du meilleur rapport annuel attribué par l'AGEFI et 0 sinon.

Enfin, d'autres auteurs ont choisi d'étudier le cas particulier des annonces volontaires de résultats comptables. Ainsi, tout en se basant sur un échantillon de 1262 firmes de 1987-1990, El-Gazzar (1998) montre que la présence de plus en plus importante des investisseurs institutionnels est associée positivement à la publication prématurée des résultats. De même, Ajinkya et al. (2005) trouvent une relation positive entre le pourcentage de capital détenu par les investisseurs institutionnels d'une part et la publication de résultats prévisionnels plus fréquente. Karamanou et Vafeas (2005) confirment ces résultats auprès d'un échantillon de 275 entreprises listées sur Fortune pour la période allant de 1995 à 2000. Toutefois, aucun lien significatif n'a été décelé entre l'exactitude des résultats prévisionnels annoncés par les dirigeants et la propriété des investisseurs institutionnels.

Dans une optique similaire, et en accord avec les résultats trouvés sur des sociétés américaines, Lakhal (2004) trouve, également, une relation positive entre les publications volontaires des résultats comptables par les entreprises françaises d'une part et le pourcentage de capital détenu par les investisseurs institutionnels d'autre part. Dans une étude plus récente, Lakhal (2006) montre, en outre, que la proportion des investisseurs institutionnels étrangers et français dans le capital influence différemment la décision de publication. Alors que les premiers semblent affecter positivement la probabilité de publier des informations volontaires,

aucune association n'a été observée en rapport avec les seconds. Cet auteur en déduit que si les investisseurs étrangers sont tenus de maximiser le rendement du capital qui leur a été confié et sont de ce fait plus exigeants en terme de transparence, les investisseurs français, sont généralement des banques ou des assurances qui possèdent des parts importantes du capital et ont de ce fait la capacité d'avoir l'information directement des dirigeants. En d'autres termes, si les investisseurs étrangers représentent une garantie de protection des intérêts des minoritaires lorsque la structure de propriété est dominée par la présence d'un actionnaire majoritaire, le comportement des investisseurs institutionnels français est similaire à celui des actionnaires majoritaires et peut donc conduire à léser les intérêts des minoritaires (Ginglinger et l'Her, 2005)²³.

Au terme de cette revue de la littérature, il apparaît que la propriété des investisseurs institutionnels affecte positivement la qualité de la communication. Néanmoins, la plupart des études menées semble se focaliser sur l'offre de l'information volontaire. De plus, très peu d'études ont été menées dans le contexte français. Dans ce contexte, et à la lumière des évolutions majeures qu'a connues la structure de propriété des sociétés françaises, il nous paraît opportun de tester l'hypothèse suivante :

Hypothèse 8 : le pourcentage de capital détenu par les actionnaires institutionnels a un impact positif sur la qualité de la communication financière.

Dans une autre veine, nous pensons telle que le souligne Lakhal (2006) que les investisseurs institutionnels français influencent différemment la qualité de la communication financière. Ainsi, le comportement de ces investisseurs serait similaire à celui des actionnaires majoritaires et peut donc conduire à léser les minoritaires. Ben Ali (2008, p. 237) précise à cet égard, que ces investisseurs « ont intérêt à ce que les informations ne soient pas divulguées afin de tirer de gros avantages des transactions basées sur l'information privée ». D'où, on va tester l'hypothèse suivante :

Hypothèse 10 : Le pourcentage de capital détenu par les actionnaires institutionnels français a un impact négatif sur la qualité de la communication financière.

2.3. L'influence de L'actionnariat salarié

« Alors qu'une conception traditionnelle de la gouvernance a longtemps prévalu, celle faisant primer les intérêts des actionnaires dans le processus de prise de décision stratégique, une

²³ Cité par Lakhal (2006b, p. 84).

conception plus récente a progressivement émergé, celle d'une gouvernance partenariale prenant en considération les intérêts de l'ensemble des partenaires de l'entreprise, ceux notamment des salariés, des prêteurs, des clients et des fournisseurs » (Poulain Rehm, 2007, p. 25).

Prenant acte de cette évolution, le problème de l'efficacité des systèmes de gouvernement de l'entreprise ne peut être posé que dans un cadre élargi à l'ensemble des stakeholders.

En l'occurrence, l'apport de l'actionnariat salarié au système de contrôle dans son ensemble peut découler du rôle que jouent les actionnaires salariés nommés administrateurs et ce, notamment, grâce à l'avantage informationnel dont ils bénéficient. Ils ont, en effet, la possibilité de cumuler les informations dont ils disposent en tant que salariés, ils profitent de leur droit à l'information en tant qu'actionnaires et ils bénéficient d'une troisième source d'informations (conseil) qui représente un lieu stratégique d'échange d'informations entre tous les administrateurs. La confrontation de ces différentes sources d'informations conduit les dirigeants à renoncer à certains comportements opportunistes dont notamment la dissimulation ou la manipulation d'informations spécifiques concernant aussi bien leur niveau de compétence et d'effort, que celles afférentes aux décisions managériales (Desbrières, 1997).

La contribution des actionnaires salariés désignés administrateurs au système de contrôle peut, également, s'effectuer de façon indirecte et ce en améliorant l'efficacité du fonctionnement du conseil d'administration dans son ensemble. Ce dernier (CA) dispose, désormais, d'une information pertinente et importante, utile en matière d'organisation de travail. Le contrôle exercé par cet organe sur les dirigeants, notamment en matière de préparation de l'information comptable, s'en trouve ainsi amélioré. Fauver et Fuerst (2006) souligne, à cet effet, que la présence des employés au sein du conseil d'administration permet d'échanger des informations crédibles et de contrôler les dirigeants d'une façon plus efficace.

Cependant, la nature et l'efficacité des arbitrages et du contrôle exercés par les salariés actionnaires sont fortement conditionnées par leur statut, leur degré d'indépendance vis-à-vis de leur hiérarchie et par leur niveau d'investissement en capital humain et financier spécifique à la firme.

En l'absence d'études empiriques en la matière, nous allons tester l'hypothèse suivante :

Hypothèse 9 : la présence de salarié au sein du conseil d'administration a un impact positif sur la qualité de l'information divulguée par l'entreprise.

3. Données et méthodologie de l'étude

3.1. Échantillon et période d'étude

L'échantillon de base retenu dans cette étude est constitué par les entreprises françaises non financières cotées au SBF 120. Nous avons choisi d'exclure les institutions financières (banques, assurances et sociétés financières) en raison de la spécificité de leurs règles comptables. Au final, l'échantillon de l'étude est composé de 61 sociétés cotées sur la période 2002-2007.

3.2. Collecte de données

Les données de gouvernance ont été collectées manuellement à partir des rapports annuels²⁴. La propriété des investisseurs institutionnels est complétée à partir de Thomson One Banker-Ownership (TOBO de l'éditeur Thomson Financial).²⁵ Les données financières et comptables ont été puisées dans les bases de données : Thomson Financial et Datastream. Enfin, le nombre d'analystes financiers ainsi que les données utilisées pour le calcul des précisions des prévisions des analystes financiers ont été extraits de la base IBES (Institutionnel Broker's System).

3.3. La mesure de la qualité de la communication financière

3.3.1. Evaluation critique des mesures adoptées dans la littérature

La quasi absence de définition du concept de la qualité de la communication financière rejaillit sur l'opérationnalisation de ce construit et un fossé se creuse entre « ce qu'il faudrait mesurer » et ce qui est effectivement mesuré » dans les travaux empiriques à travers le choix des proxys. Plusieurs méthodologies de mesure de la publication ont été développées dans le cadre des études antérieures soient :

A/- La méthodologie de l'indice de publication (scores de publication développés individuellement)²⁶ (Meek et al, 1995 ; Michailenco, 1999 ; Depoers, 1999...)

²⁴ Les rapports annuels sont essentiellement collectés à partir du site de l'AMF et des sites institutionnels des sociétés.

²⁵ En matière de structure de propriété, la base de données TOBO est probablement une des plus pertinentes parce qu'elle est assez homogène et détaillée.

²⁶ On ne se limitera pas à citer les indices à vocation générale. On présentera également les indices dont la vocation est l'évaluation d'un type d'information particulière, en l'occurrence sociale ou environnementale. En effet, malgré que l'on soit conscient que ces derniers ne puissent être considérés comme des mesures adéquates

B/- Les évaluations effectuées par certains organismes indépendants (privés)/scores ou indices de transparence

Plusieurs études ont eu recours aux scores ou notes accordés par certains organismes privés aux entreprises. Les principales mesures de la transparence jusque là développées dans ce cadre sont :

- les scores attribués par l'« Association for Investment Management and Research » (AIMR) (Lang et Landholm, 1993, 1996 ; Healy, Hutton et Palepu, 1999).
- l'indice de transparence développé par le centre de recherche et d'analyse financières internationales (Center for International Financial Analysis and Research : CIFAR) (La Porta et al., 1999, Hope, 2002)
- Evaluations effectuées par des organismes français : à notre connaissance, seule l'enquête effectuée entre septembre et novembre 2000 par l'Institut de sondage Taylor Nelson Sofres pour le compte de l'AGEFI et d'Euronext (l'autorité du marché boursier français), a été menée dans par un organisme français afin de mesurer de la qualité de la communication financière des entreprises appartenant à l'indice SBF 120.

C/- Mesures indirectes de la qualité de la communication financière de l'entreprise

Au lieu de procéder à une évaluation directe de la qualité de la communication de l'entreprise, certains chercheurs ont eu recours à certaines mesures indirectes de celle-ci. Il s'agit notamment :

- des prévisions effectuées par les dirigeants (Ruland et al., 1990 ; Martinez et Saboly, 2003) ;
- de la fréquence de la publication de résultats prévisionnels par les dirigeants (King et al, 1990 ; Nagar et al, 2003) ;
- du nombre des analystes financiers qui suivent l'entreprise (Nagar et al, 2003 ; Ben Ali, 2005).

Si chacune de ces mesures présente certains avantages, elle souffre également de ses propres limites. La plupart des études qui ont eu recours à la méthodologie de l'indice (construit individuellement ou par certains organismes) se sont focalisées sur la quantité de l'information diffusée en tant que déterminant primordial de la qualité de celle-ci. Ces études

de la transparence, nous tenons à mettre en exergue la grande confusion à laquelle on fait face lors de la traduction empirique de ce concept.

reposent ainsi sur le postulat suivant : « plus grande la quantité d'informations diffusées, mieux c'est ».

Ceci est assez critiquable dans la mesure où plusieurs dimensions de la politique de la communication financière de l'entreprise se trouvent ainsi occultées. Ceci est d'autant plus vrai si l'on ajoute que bien que l'évolution de l'épaisseur des rapports annuels des sociétés cotées soit éloquente, la politique de transparence de ces sociétés reste sélective, « en France, par exemple, malgré le vote de la loi sur les nouvelles régulations économiques, il est toujours aussi difficile de connaître de manière précise les rémunérations des dirigeants » (Baudet, 2002)²⁷.

Une autre limite peut être adressée à l'encontre des indices jusque là développés. Elle tient au fait qu'ils se rapportent dans la majorité des cas à l'évaluation exclusive de l'offre de l'information **volontaire**. Or, même en matière de divulgation de l'information obligatoire, les pratiques des entreprises françaises sont assez disparates (fortement différenciées) et méritent de ce fait d'être évaluées. « Par exemple, dans son rapport annuel 2001, la COB indique que 40 rapports annuels définitifs, sur un total de 284 publications prévues au Premier Marché, n'ont pas été publiés au Bulletin d'Annonces Légales et Officielles (BALO), alors que les entreprises cotées sont assujetties à une telle publication »²⁸.

Enfin et quel qu'en soit la méthodologie retenue, la crédibilité de l'information divulguée, critère que nous pensons fondamental pour l'évaluation de la qualité de celle-ci, est ignorée dans la plupart des études antérieures. Les rares allusions à ce critère se contentent soit de le lier à l'existence de certaines divulgations particulières soit au fait que l'information soit auditée par l'un des cabinets d'audit les plus grands (« Big Five »).

Ainsi et afin de pallier aux limites ci dessus évoquées, nous proposons de mesurer la qualité de la communication financière par un proxy récemment utilisé dans les recherches empiriques à savoir la précision de prévisions des analystes financiers. L'utilisation de ce proxy présente notamment l'avantage de recouvrir l'ensemble des aspects liés à la stratégie de communication : quantité, qualité, niveau de détail, supports mis en œuvre, timing,...etc. Le recours à un tel proxy présente également un intérêt particulier dans le cadre de l'étude de l'impact des mécanismes de gouvernance sur la qualité de l'information divulguée par l'entreprise. En effet, la plupart des travaux menés en la matière ont opté pour les indices de

²⁷ Cité par Bessire (2003, p. 12).

²⁸ Cité par Labelle et Schatt (2003, p. 1).

divulgations volontaires et de ce fait souffrent des limites ci-dessous détaillées. En particulier, ces études portent sur des périodes courtes et de façon corollaire sur des petits échantillons, et ce probablement en raison de la lourdeur de la procédure de calcul des scores de publications. Or, ceci est de nature à limiter la portée des résultats ainsi obtenus.

3.3.2. Méthodologie retenue

« Le pourcentage absolu des erreurs de prévisions est l'une des mesures d'erreurs les plus populaires aussi bien chez les universitaires que chez les praticiens. La littérature la définit comme une mesure relative qui incorpore les meilleures caractéristiques des critères des précisions » (Allioualla et Laurin, 2002, p. 76). Dans le cadre de cette étude, nous utilisons l'ABPRECMED qui est défini ainsi :

$$ABPRECMED = \frac{|BPAR - BPAP|}{|BPAR|} \quad (18)$$

Avec :

- **ABPRECMED** : erreur absolue de prévisions ;
- **BPAR** : le bénéfice par action (BPA) réalisé par la firme *i* au cours de l'année *t* ²⁹;
- **BPAP** : la prévision du BPA de la firme *i* au cours de l'année *t*. Cette variable correspond à la valeur médiane des estimations de prévisions faites par les analystes durant le dernier mois précédant l'annonce du résultat (Lang et Landholm, 1996 ; Gabteni, 2009)³⁰. Nous tenons à souligner que nous nous sommes basés sur la base des données de *Consensus* et non des données de *détails* de la base IBES pour calculer cette valeur.

Les prévisions et les réalisations proviennent de la même source, I/B/E/S, ce qui garantit l'homogénéité des traitements. Par ailleurs, nous utilisons la valeur absolue de l'erreur de prévision, puisque ce qui nous intéresse est la magnitude de l'erreur et non sa direction³¹.

3.4. Spécification du modèle d'analyse

Pour tester les hypothèses déjà formulées et analyser l'influence des mécanismes internes de gouvernance sur la précision des prévisions faites par les analystes financiers, nous posons le

²⁹ On a choisi à l'instar d'un bon nombre de chercheurs de diviser par cette valeur (Allioualla et Laurin, 2002 ; Ang et Ciccone, 2001...etc.).

³⁰ D'autres fenêtres ont retenues par d'autres chercheurs.

³¹ La plupart des études qui abordent la question de la précision des prévisions utilisent également la valeur absolue. Alors que cette approche offre l'avantage de mesurer la capacité des analystes à établir des prévisions du bénéfice réel par action, cette mesure de la précision des prévisions a l'inconvénient de surestimer les prévisions qui excèdent le bénéfice par action réalisé au détriment des prévisions qui sous-estiment le bénéfice par action réel (Allioualla et al, 2002, p. 85).

modèle d'analyse ci-dessous. Les mécanismes de gouvernance ne sont pas les seules variables pouvant affecter les choix comptables des dirigeants, ce modèle prend alors en considération d'autres variables de contrôle en étroite relation avec la modulation des résultats. Il s'agit de la taille de l'entreprise, de la variabilité des résultats d'une année à l'autre, de la cotation sur le marché américain, de la volatilité et de la qualité d'audit.

$$ABPRECMED = \alpha_0 + \alpha_1 TAILCON + \alpha_2 BIND + \alpha_3 BIND1 + \alpha_4 DUAL + \alpha_5 COMAUD + \alpha_6 IND1 + \alpha_7 COMNOM + \alpha_8 ADMRE + \alpha_9 TYPE + \alpha_{10} INST + \alpha_{11} INSTFR + \alpha_{12} ADMSAL + \alpha_{13} IAS + \alpha_{14} TAILLE + \alpha_{15} SURPRISE + \alpha_{16} COT + \alpha_{17} VOLAT + \alpha_{18} SUIVI + \alpha_{19} AUDIT + \alpha_{20} ANCIEN$$

Le tableau 1 résume les définitions et les mesures des variables utilisées.

Tableau 1. Définition et mesures des variables

Variable	Définitions	Mesures	Base de données source
Variables dépendantes			
ABPRECMED	Erreur absolue de prévisions des analystes financiers	$\left \frac{\text{BPA réalisé} - \text{BPA prévu}}{\text{BPA réalisé}} \right $	IBES
Variables indépendantes			
TAILCON	Taille du conseil d'administration	Nombre total des administrateurs au sein du conseil d'administration.	Rapports annuels
BIND	Indépendance du conseil d'administration	La proportion des administrateurs indépendants au sein du conseil d'administration.	Rapports annuels
BIND1	Indépendance du conseil d'administration	Variable binaire égale à 1 si le conseil d'administration est majoritairement composé d'administrateurs indépendants et 0 sinon.	Rapports annuels
DUAL	Dualité des rôles de directeur général et de président du conseil d'administration	Variable binaire qui prend la valeur 1 dans le cas où les deux fonctions sont assumées par la même personne et 0 sinon.	Rapports annuels
COMAUD	L'existence d'un comité d'audit	Variable binaire codée 1 si la firme a constitué un comité d'audit et 0 sinon.	Rapports annuels
IND1	L'indépendance du comité d'audit	La proportion des administrateurs indépendants au sein du comité d'audit.	Rapports annuels
COMNOM	La présence d'un comité de nomination	Variable binaire codée 1 si la firme a constitué un comité de nomination et 0 sinon.	Rapports annuels
ADMRE	Fréquence des réunions	Nombre total des réunions du conseil par an.	Rapports annuels
TYPE	Type de contrôle	Variable codée (1) si les sociétés sont contrôlées et 0 sinon ³²	Rapports annuels
INST	Propriété des investisseurs institutionnels	Proportion du capital détenu par les investisseurs institutionnels.	Thomson One Banker
INSTFR	Propriété des investisseurs	Proportion du capital détenu par les	Thomson One

³² Pour des contraintes d'ordre statistiques, nous avons été ramenés à modifier la variable initialement proposée par Le Maux avec trois modalités à une variable prenant seulement deux modalités selon qu'il y a contrôle ou non.

	institutionnels français	investisseurs institutionnels français.	Banker
IAS	Appartenance à l'indice de l'actionnariat salarié (IAS)	Variable binaire qui prend la valeur 1 si l'entreprise appartient à l'indice IAS et 0 sinon	Fédération des Actionnaires Salariés et anciens Salariés (FAS)
ADMSAL	La présence d'administrateur salarié au sein du conseil	Variable binaire égale à 1 s'il y a un administrateur salarié au sein du conseil et 0 sinon	Rapports annuels
Variables de contrôle			
TAILLE	Taille de l'entreprise	Logarithme du chiffre d'affaires de l'entreprise	Datastream
VOLAT	Risque boursier- bêta	Moyenne annuelle des bêtas mensuels	Datastream
SURPRISE	Variabilité des résultats d'une année à l'autre	$ BPA \text{ réalisée } N - BPA \text{ réalisé } N-1 / \text{cours du titre au début de l'exercice } N.$	IBES
COT	Cotation sur le marché américain	Variable binaire égale à 1 si l'entreprise est cotée sur le marché américain et 0 sinon.	Rapports annuels
SUIVI	Nombre d'analystes suivant l'entreprise	Logarithme naturel du nombre moyen d'analystes ayant prédit le BPA de l'exercice t de l'entreprise i	IBES
AUDIT	Qualité d'audit	Variable binaire codée 1 si au moins un des deux auditeurs appartient à l'un BIG 4 et 0 sinon	Rapports annuels
ANCIEN	Ancienneté du mandat d'audit	Nombre d'années régissant la relation de l'auditeur avec la société en tant que contrôleur légal et ce depuis la première année de son mandat.	Rapports annuels

4. Résultats et interprétations

4.1. Analyse descriptive

Les tableaux 2 et 3 donnent les statistiques descriptives relatives respectivement aux variables continues et aux variables nominatives.

A la lecture du tableau 2, il ressort que l'écart absolu de prévision se situe quant à lui autour de 77%. Cet écart apparaît plus élevé que celui relevé dans le contexte asiatique par Nowland (2008) et qui se situe en moyenne autour de 48%. Il est toutefois comparable à celui relevé par Vanstraelen et al. (2003) auprès d'un échantillon d'entreprises Belges (0.66) voire inférieur³³ à celui constaté par Taylor (2006) sur un échantillon d'entreprises britanniques (89%)³⁴. Si ces résultats semblent suggérer que les analystes ne soient pas assez précis dans leurs estimations, force est de constater l'écart élevé entre le minimum et le maximum de ces deux variables. En effet, l'écart absolu de prévision (la valeur moyenne de l'erreur) se situe entre 0% et 144.16%. Nous en concluons qu'il y a une grande disparité entre la précision des

³³ L'ensemble de ces comparaisons est toutefois à prendre avec prudence dans la mesure où l'ensemble de ces études manquent singulièrement d'informations quant à l'horizon des prévisions des analystes.

³⁴ Pour une analyse comparative des erreurs de prévisions des analystes financiers à l'échelle internationale, se référer à Ang et Ciccone (2001).

prévisions des sociétés de l'échantillon. Ce résultat est confirmé par la valeur de l'écart type qui est de 2.77. Nous suggérons, à cet effet, que cette dispersion peut être due, entre autre, à une disparité dans les pratiques des entreprises en matière de communication. En effet et comme le souligne Lakhal (2004, p. 138) « plus l'analyste dispose d'informations pour évaluer une entreprise et moins il risque de donner des estimations divergentes de la réalité ».

En outre, une analyse plus minutieuse sur la période d'étude nous a permis de constater également une valeur moyenne de l'erreur absolue de prévision élevée pour l'année 2001 et qui se situe autour de 102% du bénéfice réalisé. Ceci s'explique probablement par l'environnement incertain des marchés boursiers suite à la crise de 2001.

L'analyse des statistiques descriptives des variables liées à la structure de propriété (TYPE) montre qu'en moyenne 36.6 % des entreprises de notre échantillon sont contrôlées majoritairement, 3.6% sont contrôlées minoritairement et 58.8% des firmes ne disposent pas d'une coalition de contrôle majoritaire ni au capital ni au conseil. Ces résultats semblent ainsi corroborer les développements théoriques que nous avons avancés quant à la spécificité de la structure de l'actionnariat dans le contexte français qui a trait notamment quant à la concentration du capital. Il n'en demeure pas moins que comparativement aux résultats obtenus par Latrous (2006), la proportion des entreprises contrôlées majoritairement est relativement faible que celle rapportée par cette dernière et qui se situe autour de 64.7%. Premièrement, ceci s'explique par le fait qu'elle a travaillé sur le SBF 250 alors qu'au niveau de notre étude nous nous intéressons au SBF 120. Deuxièmement, une analyse plus minutieuse sur la période d'étude semble révéler une tendance à la baisse de la proportion des entreprises dont les droits de vote sont concentrés entre les mains d'une coalition de contrôle au seuil de 40% (34.4% en 2007 contre 39.3% en 2002) ainsi que témoigne de la croissance de la démocratisation du conseil d'administration puisque la proportion des entreprises contrôlées via cette instance³⁵ a passé de 6.6% en 2002 à seulement 1.6% en 2007.

L'évolution de la géographie du capital des entreprises du SBF120, ainsi constatée, est confirmée par l'analyse des statistiques descriptives afférentes à la propriété des investisseurs institutionnels.

Ainsi, les investisseurs institutionnels (INST) détiennent en moyenne 25.51% du capital des entreprises étudiées avec toutefois une grande dispersion (14.29%). Comme le souligne Ben Ali (200, p. 204), « Cette disparité dans le pourcentage de capital détenu par les investisseurs

³⁵ Il s'agit des sociétés dont le plus grand actionnaire n'est pas majoritaire au capital au seuil de 40% mais détient avec les autres membres de la coalition du contrôle la majorité des sièges au sein du conseil d'administration.

institutionnels peut s'expliquer par la présence s'entreprises familiales qui préfèrent garder un capital fermé et éviter que des investisseurs institutionnels s'immiscent dans la gestion de l'entreprise et les affaires de famille ». Il n'en demeure pas moins que la part du capital des investisseurs institutionnels n'a cessé d'augmenter sur la période de notre étude.

Enfin, le tableau 2 montre qu'en moyenne la part du capital détenu par les investisseurs institutionnels français est égale à 10.17% avec également un écart type élevé (6.67%). Ce pourcentage est plus faible que celui mis en évidence par Ben Ali (2006) auprès d'un échantillon d'entreprises françaises du SBF120 sur la période 2001-2004 (14.7%). L'étude de l'évolution de la propriété des institutionnels français confirme d'ailleurs la tendance à la baisse de la propriété de cette catégorie sur la période d'étude (en moyenne 10.87% en 2007 contre 11.08% en 2002).

Pour ce qui est des caractéristiques du conseil d'administration, il ressort de la lecture du tableau que le pourcentage des administrateurs indépendants au sein du conseil d'administration (ou de surveillance) s'élève en moyenne pour notre échantillon à 47.4%. Ce résultat est en légère hausse par rapport à celui trouvé par Godard et Schatt (2004) en 2002 faisant état d'une proportion moyenne d'administrateurs indépendants de 40%.

Concernant la structure du conseil, dans la majorité des entreprises de notre échantillon (57.9%), le PDG continue à cumuler les deux fonctions de directeur général et de président du conseil d'administration. Toutefois, ce pourcentage apparaît relativement faible par rapport à celui obtenu en France par Pochet et Yeo (2004) et qui se situe autour de 75%.

S'agissant de l'activité des conseils d'administration, il ressort de l'analyse des statistiques descriptives que les administrateurs se réunissent en moyenne 7,16 fois par an, soit environ tous les deux mois. Nous tenons par ailleurs à souligner que les pratiques des entreprises sont assez disparates, l'écart type étant égal à 3.319.

Enfin, La présence d'un comité d'audit (COMAUD) au sein du conseil devient quasiment systématique au sein des différentes entreprises, puisqu'en moyenne, 93.7% des entreprises de notre échantillon ont déjà constitué ce type de comité.

Tableau 2 Statistiques descriptives des variables continues

	Moyenne	Ecart type	Médiane	Maximum	Minimum	25%	75%
ABSPREC1	0.78	2.72	0.15	0.00000	39.50	0.0527	0.41
INST	25.51%	14.29%	23.55%	90.94%	0.48%	14.52%	33.20%
INSTFR	10.17%	6.67%	8.83%	43.79%	0.37%	5.99%	13.20%
TAILCON	11.66	3.799	12	21	3	9	14
BIND	47.4%	21.18%	45%	100%	0%	33.5%	61%
ADMRE	7.16	3.319	6	30	2	5	8

Tableau 3. Statistiques descriptives des variables nominatives liées à la structure de propriété et au conseil d'administration

Variables		Fréquence	Pourcentage	Total
Type	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Contrôle majoritaire ▪ Contrôle minoritaire ▪ Absence de contrôle 	134 13 219	36.6% 3.6% 59.8%	366
DUAL	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Cumul des fonctions de Président du conseil et de PDG. ▪ Non cumul 	57.9% 42.1%	212 154	366
BIND1	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Conseil constitué majoritairement de membres indépendants ▪ Pas de composition majoritaire de membres indépendants 	211 141	59.9% 40.1%	352
COMAUD	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Présence d'un comité d'audit ▪ Non présence d'un comité d'audit 	343 23	93.7% 6.3%	366
COMNOM	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Présence d'un comité de nomination ▪ Non présence d'un comité de nomination 	285 81	77.9 % 22.1 %	366
ADMSAL	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Présence d'un administrateur salarié au sein du conseil d'administration ▪ Non présence d'un administrateur salarié au sein du conseil d'administration 	82 284	22.4% 77.6%	366

4.2. Résultats de l'analyse multivariée

A la lumière des résultats de la matrice de corrélation et du test de colinéarité VIF, nous avons décidé d'estimer plusieurs variantes du modèle 2 au sein desquelles les variables BIND, BIND1 et IND1 ne seront pas associées³⁶.

La nature longitudinale de nos variables nous a amené à choisir les modèles des moindres carrés ordinaires, en tant que modèle de référence. Le tableau 4 présente les résultats obtenus à partir de la méthode d'estimation Within retenue suite à une série de testes statistiques concernant l'existence d'hétéroscédasticité, d'autocorrélation ainsi que suite à la lecture des résultats de Chow et celui d'Hausman, qui nous ont permis de conclure quant à l'existence d'effets spécifiques individuels fixes.

Premièrement, et pour toutes les variantes du modèle 2, nous ne trouvons pas d'incidence significative de la taille du conseil d'administration sur l'erreur de prévision. Notre hypothèse selon laquelle le contrôle du dirigeant est d'autant plus efficace que la taille du conseil est grande n'est pas validée. Ce résultat corrobore les résultats trouvés par Ho et Wong (2001), Karamanou et Vafeas (2005) et par Lakhal (2006) ayant rapporté que la qualité de la communication n'est pas affectée par la taille du conseil d'administration.

³⁶ Après avoir procédé de la sorte, les VIF de chacune des variables explicatives ainsi que le VIF moyen de notre modèle est passé à une valeur inférieure à 3. Nous pouvons en conclure que le problème de multicollinéarité est ainsi résolu.

De même, et contrairement à nos anticipations, le cumul des fonctions de président du conseil d'administration et de directeur général n'affecte pas significativement l'erreur de prévisions des analystes financiers. Le coefficient associé à cette variable (DUAL) est en effet non significatif pour toutes les variantes du modèle 2. Notre troisième hypothèse (H3B) selon laquelle, le cumul des deux postes limite le pouvoir disciplinaire et de ce fait nuit à la qualité de l'information divulguée par l'entreprise n'est pas validée. Bien qu'il soit contraire à nos anticipations, ce résultat rejoint, néanmoins, ceux trouvés par de nombreux chercheurs ayant conclu à l'absence d'une quelconque association entre cette variable et la qualité de la communication et ce tout en ayant recours à différents proxys de cette dernière dans différents contextes (Barako et al. 2006 ; Loukil et Triki, 2008 ; Arcay et Vazquez 2005 ; Haniffa et Cooke, 2002, Donnelly et Mulcahy, 2008 ; Ben Ali, 2007 et Kent et Stewart, 2008).

Ensuite, nous observons une association positive et significative entre l'indépendance du conseil d'administration et l'erreur de prévisions des analystes financiers pour la variante 1 A du modèle 2. Les doutes soulevés au niveau du premier modèle sur les pratiques des administrateurs indépendants semblent se confirmer. Ainsi et contrairement aux prédictions de la théorie de l'agence, nos résultats suggèrent que l'indépendance du conseil d'administration affecte négativement la qualité de la communication financière telle que mesurée par la précision des prévisions des analystes financiers.. Eng et Mak (2003), Haniffa et Cooke (2002) et plus récemment de Barako et al. (2006) ont trouvé des résultats similaires et ce auprès d'entreprises cotées respectivement à la bourse de Singapour, de la Malaisie et de Nairobi (Kenya). Il n'en demeure pas moins qu'un bon nombre de chercheurs ont rapporté une association positive entre l'indépendance des membres du conseil d'administration et la qualité de la communication (Gul et Leung, 2004 ; Boujenoui et Ben Amar, 2006 ; Karamanou et Vafeas, 2005 ; Arcay et Vazquez, 2005 ; Ben Ali, 2007 ; Baek et al., 2009...). Force est de constater, néanmoins, que ces études se sont intéressées à l'offre d'information volontaire. Ainsi, nous nous interrogeons si le niveau de l'information volontaire en tant que proxy de la qualité de la communication serait suffisant pour saisir l'impact réel des différents mécanismes de gouvernance en l'occurrence l'indépendance du conseil sur la qualité de l'information divulguée par l'entreprise.

Les résultats indiquent également une association positive et significative au seuil de 1 % entre la présence d'administrateurs salariés au sein du conseil d'administration et l'erreur de prévisions des analystes et ce pour les 3 variantes du modèle 2 A. Notre douzième hypothèse est de ce fait rejetée. Deux explications alternatives (opposées) peuvent justifier ce résultat.

Premièrement, les administrateurs salariés peuvent être instrumentalisés à leur insu et représenter une opportunité supplémentaire d'enracinement pour les dirigeants ce qui peut remettre en cause l'efficacité du contrôle qu'ils sont supposés exercer sur ces derniers. Deuxièmement, et comme il est souligné par Aoki (1984) et rapporté par Desbrières (1997, p. 403), l'intégration des salariés dans le conseil peut produire des effets opposés à ceux recherchés initialement. Elle peut conduire, notamment « les dirigeants à retirer certaines décisions des prérogatives du conseil (quitte à organiser des conseils informels) et à censurer l'information divulguée dans cet organe ». La première explication nous paraît peu plausible, et ce notamment eu égard des conclusions de deux rapports rédigés récemment. Plus précisément, Benhamou (2010, p. 109) souligne que, « de nombreuses entreprises sont encore très réticentes à accueillir des administrateurs salariés dans les instances de décision, notamment par crainte de fuites informationnelles vers « la base » ». Dans le même ordre d'idées, il est également souligné dans le rapport de l'IFA (2006, p. 10)³⁷ que « face à cette valeur ajoutée potentielle apportée par les administrateurs salariés au conseil, un administrateur exécutif sur deux met en avant des problèmes de franchises dans les discussions et 44% évoquent une perte de confidentialité ».

Ceci, nous conduit à s'interroger sur la qualité, la fréquence et la densité de l'information reçue par cette catégorie d'administrateurs. Ne seraient-ils eux même victimes d'asymétries d'information de la part de la direction de l'entreprises voire des autres administrateurs « classiques » ? Dans ce contexte, le fait que leurs présence affecte négativement la qualité de la communication ne serait-t-il tout simplement la conséquence logique du scepticisme développé à leur égard ?

Concernant la constitution de comités au sein du conseil d'administration, la lecture du tableau 4 nous révèle une association négative et significative entre la constitution d'un comité de nomination (COMNOM) et l'erreur de prévisions. Ce résultat suggère ainsi que la qualité de la communication s'améliore avec l'existence de cet organe. Couplée à une association négative (voire une association non significative pour la variante A (2) entre l'indépendance des administrateurs et la qualité de la communication, on ne peut déduire que l'amélioration de la qualité de la communication induite par la présence d'un comité de nomination, passe via l'indépendance. Une explication alternative serait alors que la présence d'un comité de nomination favorise le recrutement de personnes compétentes qui émettent de

³⁷ IFA (2006), « les administrateurs salariés : un atout pour la gouvernance des entreprises françaises » : rapport rédigé sous la tutelle de l'Institut Français des Administrateurs et faisant un état de lieux des pratiques en la matière.

meilleurs signaux aux analystes. Ebondo Wa Mandzila (2008, p. 11) souligne, à cet effet, que « cette structure technique du conseil d'administration doit permettre effectivement d'identifier les qualités requises chez un nouvel administrateur capable d'apporter de nouvelles compétences, expertises et expériences ».

En revanche, ni la présence d'un comité d'audit (COMAUD), ni l'indépendance de cet organe (IND1) influencent la qualité de la communication. En effet, les coefficients associés à ces deux variables sont non significatifs pour toutes les variantes du modèle 2A. Bien que ce résultat puisse paraître surprenant, il est cohérent avec ceux trouvés par Kent et Stewart (2008) sur des données australiennes. De leur part, Arcay et Vazquez (2006) et Barako et al. (2006) trouvent une relation positive entre l'existence d'un comité d'audit et le niveau de divulgation de l'information volontaire et ce respectivement dans le contexte espagnol et celui du Kenya. Des résultats mitigés ont été également trouvés dans les études antérieures quant à l'apport de l'indépendance. Ainsi, alors que Wright (1996) montre que la proportion des administrateurs affiliés –non-indépendants– affecte négativement la qualité de la communication, Karamanou et Vafeas (2005) ne trouvent aucune association significative entre l'indépendance des membres du comité et l'annonce de résultats prévisionnels par les dirigeants. Ces résultats peuvent être justifiés par le fait que les membres de comités d'audit peuvent ne pas se sentir concernés par le processus de communication et de façon corollaire par la qualité de cette dernière. En effet, dans la définition des missions généralement dévolues au comité d'audit, alors que les contours de la mission du comité d'audit en matière de pérennisation de la production de l'information comptable soient bien détaillés que ce soit au niveau théorique, institutionnel voire réglementaire, la contribution de cet organe à la qualité de la communication semble être ignorée. Ainsi et à notre connaissance, seul le rapport rédigé par l'IFA (2008, p. 10) aborde clairement les responsabilités du comité d'audit en matière de communication. A cet égard, il préconise que le comité d'audit : ³⁸

«- s'assure de l'existence d'une procédure récapitulant les obligations en matière de communication financière au marché (nature, échéances et personnes responsables) ;

- examine les principaux éléments de la communication financière relative aux comptes ;

- s'assure de la concordance entre les comptes et les éléments relatifs aux comptes inclus dans la communication financière ;

³⁸ Ces préconisations viennent compléter une série recommandations qui visent l'amélioration de la qualité de production.

- examine la pertinence des éléments relatifs aux comptes donnés dans la communication financière.

Par ailleurs, lorsque la société connaît une période difficile ou de crise, l'IFA préconise que le comité d'audit :

- se réunisse et rencontre les interlocuteurs clés de la direction financière ;
- examine les éléments de la communication financière relatifs aux comptes (notamment les hypothèses et estimations retenues par la direction si la société communique sur des prévisions ou sur des tendances ».

Ainsi, et à la lumière des résultats que nous obtenons, il semble pertinent de soutenir ces préconisations.

Les résultats indiquent également que l'activité des administrateurs ne semble pas jouer un rôle actif en matière de réduction de l'erreur de prévision. En effet, le coefficient associé à la variable ADMRE, mesurant le nombre de réunions des administrateurs, est non significatif pour toutes les variantes du modèle 2A. Peut-on déduire qu'il ne suffit pas de se réunir plus fréquemment, mais plutôt de disposer des compétences nécessaires pour être plus efficace? Cette question est d'autant plus légitime si l'on se fie aux résultats de l'étude réalisée par Brissy et al. (2008, p. 175) dans le contexte français et ayant révélé que 94 % des conseils n'ont pas reçu de formation en matière de communication financière. Selon ces auteurs bien que l'objectif n'est pas de transformer les administrateurs en communicants puisque ceci reste du ressort du management, un minimum de formation en la matière serait indispensable pour acquérir une connaissance minimale des attentes des actionnaires et des risques liés à la communication. « Une telle formation pourrait recouvrir deux aspects majeurs :

- des rencontres avec différents acteurs du marché (analystes, investisseurs, association de défense des minoritaires, agence de notation, fonds socialement responsables, proxy). Ces rencontres auraient pour objectif de sensibiliser les nouveaux administrateurs aux attentes de leurs actionnaires ;
- une sensibilisation à l'évolution de la réglementation et aux règles prises en matière de communication » (Brissy et al., 2008, p. 177).

Pour ce qui est des variables liées à la structure de propriété, premièrement et contrairement à notre huitième hypothèse, le coefficient de la variable TYPE mesurant le type de contrôle est négatif et significatif pour les variantes 2A(1) et 2A(2). La concentration du capital entre les

maines d'une coalition de contrôle semble ainsi améliorer la précision des prévisions des analystes financiers. Bien qu'il soit contraire à nos anticipations, ce résultat concorde avec ceux trouvés par Boubaker et Labégorre (2006) dans le contexte français. Ces auteurs rapportent également une relation négative entre le nombre d'analystes et la concentration du capital. Ils en déduisent que les analystes qui suivent les entreprises au contrôle concentré sont donc **peu nombreux** mais **précis** dans leurs estimations. Ils justifient, dès lors, ce résultat par les fortes asymétries d'information entre analystes qui pourraient caractériser la couverture des sociétés au capital concentré. Plus précisément, ces auteurs avancent que les analystes qui suivent l'entreprise seraient peu nombreux mais plus précis dans leurs estimations, notamment parce qu'ils disposent d'informations que les autres n'ont pas, voire parce qu'ils entretiennent des relations privilégiées avec les actionnaires internes. La matrice de corrélation du modèle 2 ayant révélé une association négative et significative entre le suivi et la concentration du capital, cette analyse pourrait également être plausible dans le cadre de notre recherche. Il est ainsi possible de se poser la question de savoir si les actionnaires de contrôle continuent de disposer d'une information privilégiée et de restreindre sa disponibilité à un nombre limité d'analystes financiers.

En dépit de cette analyse, l'association négative et significative que nous observons entre la concentration du capital d'une part et l'erreur de prévisions des analystes d'autre part nous amène à rejeter l'hypothèse d'expropriation.

Ensuite, nos résultats montrent une association négative et significative entre le pourcentage de capital détenu par les investisseurs institutionnels et l'erreur de prévisions des analystes financiers. Notre neuvième hypothèse selon laquelle cette catégorie d'actionnaires influence positivement la qualité de la communication financière est ainsi corroborée. Les études de Lakhal (2004, 2006) et d'Ajinkya et al. (2005), parmi d'autres ont abouti au même résultat. Elles accréditent toutes l'idée selon laquelle les investisseurs institutionnels sont très exigeants en termes d'informations régulières et publiées en temps opportun (Healy et al., 1999 ; Bushee et Noe, 2000). Tenues de maximiser le rendement du capital qui leur a été confié, ces investisseurs exercent ainsi une pression sur les entreprises, notamment pour s'assurer d'un flux constant d'informations fiables. De leur part, les sociétés ne peuvent rester indifférentes par rapport à leurs exigences, notamment si elles veulent être la destination de plus d'investissements de leur part.

Enfin, il semble que la proportion des investisseurs français dans le capital influence différemment la qualité de la communication. En effet, le tableau 4 indique une association

non significative entre la variable INSTFR d'une part et l'erreur de prévisions des analystes financiers d'autre part. Ce résultat, contraire à ceux trouvés par Lakhal (2004, 2006) ainsi que par Ben Ali (2008) dans le contexte français, pourrait être expliqué de la sorte : les investisseurs français, du fait qu'ils soient soumis à moins de pressions que leurs homologues anglo-saxons, seraient probablement moins incités à s'impliquer dans le contrôle et plus largement dans la gouvernance. Girad (2001, p. 129) fait remarquer, à ce titre que, « contrairement aux investisseurs français, les contraintes d'optimisation du profit pesant sur les investisseurs anglo-saxons sont plus lourdes. Les actionnaires de ces derniers peuvent entreprendre des actions judiciaires en responsabilité fiduciaire dans le cas où ces institutionnels ont pris des décisions contraires à l'intérêt de leurs clients ». En fonction de la présence de plus en plus importante des institutionnels dans le capital des entreprises françaises, se pose la question des mesures à envisager pour améliorer leur intervention notamment en matière de pérennisation de l'information divulguée par l'entreprise (Finet, 2009).

S'agissant des variables de contrôle, les coefficients associés aux variables AUDIT et ANCIEN sont non significatifs et ce pour toutes les variantes du modèle 2A. La qualité de l'audit ne semble pas de ce fait affecter la qualité des prévisions des analystes financiers. Si les auditeurs chapeautent le processus de préparation de l'information comptable, nos résultats semblent suggérer qu'ils ont peu d'influence au niveau du processus de communication. Ce résultat est très utile dans la mesure où il peut être révélateur de l'origine des failles de l'information communiquée. Ainsi, même certifiée, les dirigeants continuent à disposer de marges de manœuvres au moment de divulguer l'information et peuvent de la sorte la manipuler.

Le tableau 4 révèle, en outre, que les prévisions les moins précises émanent des plus grandes entreprises. En effet le coefficient associé à la variable TAILLE est positif et significatif pour toutes les variantes testées. Les résultats des recherches existantes sont assez contradictoires. Nos résultats réconfortent ceux de Ben Ali (2008). En revanche, Boubaker et Labégorre (2006) établissent que les sociétés de grande taille sont plus précises dans leurs estimations que les plus petites sociétés. Ben Ali (2008, p. 239) justifie ce résultat par le fait que « les firmes de grande taille font face à des coûts de propriété et des coûts légaux élevés ce qui peut limiter leur divulgation financière ».

De plus, nous observons une association significative et négative entre la variable SURPRISE, mesurant la variabilité des résultats, et l'erreur de prévisions des analystes

financiers. Ce résultat surprenant est contraire aux prédictions ainsi qu'aux résultats mis en exergue par de nombreux chercheurs (Hope, 2003b ; Lakhal, 2004, Lang et Landholm, 1996..etc). Nous suggérons de l'interpréter de la sorte : les entreprises qui enregistrent une baisse (augmentation) anormale des résultats communiquent davantage pour éviter que les cours boursiers chutent de façon considérable (pour attirer de nouveaux actionnaires). Les erreurs de prévisions seront de ce fait moindres et la qualité de l'information divulguée meilleure.

Enfin, la cotation sur le marché américain (COT), le risque encouru par l'entreprise (BETA) ainsi que le nombre d'analystes financiers (SUIVI) ne semblent pas affecter la qualité de la communication financière. Les coefficients associés à ces trois variables sont en effet non significatifs pour l'ensemble des variantes testées.

Pour ce qui est de la cotation, ce résultat nous paraît surprenant notamment au regard du consensus établi empiriquement quant à l'effet positif de la multicotation sur la qualité des prévisions des analystes et celle de la communication financière de façon générale (Lang et al., 2003 ; Ben Ali, 2008 ; Boubaker et Labégorre, 2006, Lakhal, 2006 ; Ben-Amar et Boujenoui, 2008...etc.). Nous pouvons toutefois attribuer cette absence de significativité à l'évolution du cadre réglementaire de la communication financière dans le contexte français. Plus précisément, nous suggérons que la supériorité des exigences informationnelles jusque là constatée dans le contexte américain (et expliquant une qualité de communication meilleure dans ce contexte) semble s'estomper avec la promulgation de différents lois récemment³⁹. De même, il est aussi surprenant de ne pas trouver une association significative entre le nombre d'analystes qui poursuivent un titre (SUIVI) et la qualité de prévisions de ces derniers. En effet, un bon nombre de chercheurs trouvent que l'erreur de prévisions diminue avec le nombre d'analystes (Lang et Lundholm, 1996 ; Boubaker et Labégorre, 2006 ;...etc.)

Enfin, et concernant la variable BETA, mesurant le risque, nos résultats ne permettent pas de lever l'ambiguïté empirique relative à l'impact de cette variable sur la qualité de la communication financière. Rappelons à ce titre que certains chercheurs ont conclu à une

³⁹ Les obligations d'informations des sociétés françaises ont largement été affectées notamment par la promulgation de :

- La loi sur les Nouvelles régulations économiques (NRE),
- La loi sur la sécurité financière du 1^{er} août 2003, (dite loi LSF),
- La directive 2004/109/CE du parlement européen et du conseil, dite directive de *Transparence*.

association positive alors que d'autres ont trouvé une association négative avec la qualité des prévisions.

Tableau 4. Résultats du modèle 2A

	Variable indépendante : ABPRECMED		
	Modèle 2 (A) Estimation Within	Modèle 2 (B) Estimation Within	Modèle 2 (C) Estimation within
TAILCON	0.043562 (0.450879)	0.021980 (0.230714)	0.016811 (0.170878)
DUAL	0.049340 (0.124392)	-0.030440 (-0.076312)	0.087908 (0.214297)
BIND	2.57622* (1.74600)		
BIND1		0.594966 (1.34931)	
LNADMRE	-0.072934 (-0.132991)	-0.021855 (-0.039876)	-0.132742 (-0.220874)
TYPE	-1.52679* (-1.71612)	-1.67944** (-1.89533)	-1.44822 (-1.32067)
INST	-0.035117** (-1.94990)	-0.033348* (-1.85235)	-0.026266 (-1.40956)
INSTFR	0.050741 (1.32870)	0.041724 (1.11150)	0.021683 (0.544074)
ADMSAL	2.90053*** (3.65422)	2.84919*** (3.58698)	2.79933*** (3.44831)
COMAUD	0.777407 (0.719287)	0.859272 (0.792807)	0.000001 (0.00000)
IND1			-0.063990 (-0.075179)
COMNOM	-1.57621** (-2.61028)	-1.39998* (-2.35250)	-1.29593** (-1.98215)
AUDIT	-0.364996 (-0.824525)	-0.811865 (-0.966420)	-0.341000 (-0.744119)
ANCIEN	-0.826728 (-0.986385)	-0.420064 (-0.937113)	-0.639322 (-0.686322)
TAILLE	1.55885** (2.25044)	1.46630** (2.09462)	1.67322** (2.28304)
COT	-0.111549 (-0.171836)	0.019569 (0.030479)	0.056616 (0.08551)
VOLAT	0.535794 (0.8811328)	0.712567 (1.20902)	0.524382 (0.788856)
SUIVI	0.297403 E-02 (0.072776)	0.310111 E-02 (0.075701)	0.010438 (0.242275)
SURPRISE	-4.28455*** (-2.75652)	-4.22782*** (-2.70580)	-4.74440*** (-2.91156)
R2	16.15%	15.75%	16.54%
N	328	328	311

* significatif au seuil de 10%, **significatif au seuil de 5%, ***significatif au seuil de 1%
Les valeurs entre parenthèses correspondent aux t-statistiques.

Conclusion

Cette étude avait pour ambition d'étudier l'impact des différents mécanismes de gouvernance sur la qualité de l'information diffusée par l'entreprise. Plus précisément, nous avons cherché à vérifier si les caractéristiques liées au conseil d'administration, si la structure de propriété et enfin si l'actionnariat salarié (notamment au travers de sa représentation au sein du conseil d'administration) ont un impact sur la qualité de l'information diffusée par l'entreprise.

Les principaux résultats de cette recherche s'articulent autour des quatre points suivants :

- L'efficacité du conseil d'administration est liée à la constitution d'un comité de nomination en son sein. L'indépendance des administrateurs influence néanmoins négativement l'efficacité de cette structure. Nous nous posons de ce fait la question suivante : les rédacteurs des différents codes de bonne conduite devraient-ils de ce fait relativiser l'importance qu'ils accordent au critère de l'indépendance au détriment de celui de la compétence ?
- L'hypothèse de l'expropriation des actionnaires minoritaires par les actionnaires majoritaires n'est pas corroborée. Bien au contraire, la concentration du capital entre les mains d'une coalition de contrôle contribue à l'amélioration de la qualité de l'information diffusée par l'entreprise.
- La présence des investisseurs institutionnels au sein du capital des entreprises françaises améliore la qualité de la communication de ces dernières.
- La représentation des salariés au sein du conseil d'administration est associée positivement à l'erreur de prévisions des analystes financiers. Cette relation est toutefois à interpréter avec prudence, notamment au vu de la méfiance développée à l'égard de ce partenaire par les autres administrateurs. D'où l'intérêt d'une analyse plus minutieuse de la présence des salariés au conseil d'administration dans les futures recherches.

Bibliographie

- AJINKYA B., BHOJRAJ S., SENGUPTA P. (2005). The association between outside directors, institutional investors and the proprieties of management earnings forecasts. *Journal of accounting Research* 43 (3) : 343-376.
- ALLIOULLA S., LAURIN C. (2002). L'impact d'une nouvelle norme en matière d'informations sectorielles sur les prévisions des analystes financiers. *Comptabilité-Contrôle-Audit* 8 (1) : 69-88.
- ANG, J. S., CICCONE, S. J. (2001), International differences in analyst forecast proprieties, *SSRN Working Paper*, disponible sur <http://papers.ssrn.com/abstract=275091>, pp. 1-57.
- AOKI, M. (1984). *Information, corporate governance, and institutional diversity*. London : OXFORD University Press.
- ARCAY M. R. B., VAZQUEZ M. F. M. (2005). Corporate characteristics governance rules and the extent of voluntary disclosure in Spain. *Advances in Accounting* 21: 299-331.
- BAEK H. Y., JOHNSON D. R., KIM J-W. (2009). Managerial ownership, corporate governance and voluntary disclosure. *Journal of Economics and Business Studies* 15 (2) : 44-61.
- BARAKO D. G., HANOCK P., IZAN H. Y. (2006). Factors influencing voluntary corporate disclosure by Kenyan company. *Corporate Governance: an International Review* 14 (2) : 107-125.
- BARONTINI R., CAPRIO L. (2005). The effect of ownership structure and family control on firm value and performance. Evidence from Continental Europe. *ECGI Finance Working Paper*, n°88.
- BEN ALI C. (2005). Disclosure quality and ownership structure: evidence from the French Stock Market. *Working Paper*, Actes du 4^{ième} colloque sur le gouvernement de l'entreprise, Faculté Warocqué, Mons, Belgique, pp. 1-23.
- BEN ALI C. (2007). Qualité de publication financière et gouvernance: cas du SBF 120 ». 28^{ième} Congrès de l'Association Française de Comptabilité, Poitiers, Mai, pp. 1-34.
- BEN ALI C. (2008). Impact de la structure de propriété sur la divulgation d'informations financières des sociétés cotées françaises. Doctorat en Sciences de Gestion : Université Paris Dauphine.
- BEN-AMAR W., BOUJENOUÏ A. (2008). Transparence de l'information au sujet des pratiques de gouvernance d'entreprise au Canada. *Comptabilité- Contrôle- Audit* 14 (1) : 169-190.
- BENHAMOU, S. (2010). Améliorer la gouvernance d'entreprise et la participation des salariés. La Documentation Française, Paris, 254 pages.
- BESSIRE D., (2003). Gouvernance d'entreprise: que cache le discours sur la transparence?». *Document de recherche*, n° 2003-03, Laboratoire Orléanais de Gestion, pp.1-26.

- BLOCH L., KREMP E., (1999). Ownership and control in France. *Working Paper*, European Corporate Governance Network.
- BOUBAKER S., LABÉGORRE F. (2006). L'environnement informationnel et la structure de propriété et de contrôle des sociétés cotées françaises. *Finance Contrôle Stratégie* 9 (3) : 5-38.
- BOUJENOUI A. BEN AMAR , W. (2006). Qualité de la communication d'information au sujet des pratiques de gouvernance d'entreprise : le cas canadien. *Working Paper*, 5^{ème} Congrès International de Gouvernance d'Entreprise : le cas Canadien », Mai, pp. 1-20.
- BRISY Y., GUIGOU D., MOUROT A. (2008). *Gouvernance et communication financière*. Paris : Editions d'Organisations Groupe Eyrolles.
- BUSHEE B. J., NOE C. F. (2000). Corporate disclosure practices, Institutional investors, and stock return volatility. *Journal of Accounting Research* 38 (Supplement) : 171-202.
- CASTA J-F. (2000). Politique comptable des entreprises. In *Encyclopédie de comptabilité, contrôle de gestion et audit* (Colasse B). Paris : Economica, .
- CHARREAUX G., (1997). *Le gouvernement des entreprises : théories et faits*. Paris : Economica.
- DEPOERS F. (1999). Contribution à l'analyse des déterminants de l'offre volontaire d'informations des sociétés cotées. Doctorat en sciences de gestion, Université Paris IX Dauphine.
- DESBRIÈRES P. (1997). Le rôle de l'actionnariat des salariés non-dirigeants dans le système de gouvernement de l'entreprise. In *Le gouvernement des entreprises : théories et faits* (Charreaux, G). Paris : Economica.
- DONNELLEY R., MULCAHY M. (2008). Board structure, ownership and voluntary disclosure in Ireland. *Corporate Governance : an International Review* 16 (5) : 416-429.
- DUMONTIER P., RAFFOURNIER B. (1989). L'information comptable : pour qui ? pour quoi ?. *Revue Française de Gestion*, Mars : 24-29.
- DYE, R. (1985). Disclosure of non-proprietary information. *Journal of Accounting Research*, 23 : 123-145.
- EBONDO WA MANDZILA E. (2008). La gouvernance d'entreprise: les bonnes pratiques du conseil d'administration. *Working Paper*, 7^{ème} Conférence Internationale de Gouvernance d'Entreprise, Bordeaux, Juin, pp. 1-15.
- EBONDO WA MANDZILA E. (2006). *La gouvernance d'entreprise: une approche par l'audit et le contrôle interne*. Paris : l'Harmattan.
- EL-GAZZAR S. M. (1998). Predisclosure information and institutional ownership: a cross-sectional examination of market revaluations during earnings announcement periods. *Accounting Review* 73 (1): 119-129.

- ENG L. L., MAK Y. T. (2003). Corporate governance and voluntary disclosure. *Journal of Accounting and Public Policy* 22 (4) : 325-345.
- FACCIO M., LANG L. H. P. (2002). The ultimate ownership of western European corporations. *Journal of Financial Economics* 65 : 365-395.
- FAMA E., JENSEN M. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 27 : 301-326.
- FAMA E. F. (1980). Agency problems and theory of the firm. *Journal of Political Economy*, 88 (2) : 288-297.
- FAS (2009). Guide de l'actionnariat salarié, de l'épargne salariale, et de l'épargne retraite. Paris : Ed Aumage, 454 pages.
- FAUVER L., FUEREST M. E. (2006). Does corporate governance include employee representation? evidence from German corporate boards. *Journal of Financial Economics*, 82 : 673-710.
- FORKER J. J. (1992). Corporate governance and disclosure quality. *Accounting and Business Research* 22 (86) : 111-124.
- GABTENI H. (2009). Effet des normes IAS-IFRS sur la communication et l'information financière des sociétés du SBF 120. *Thèse de Doctorat*, Université Paris 1 Panthéon Sorbonne.
- GELB D. S. (2000). Managerial ownership and accounting disclosures: an empirical study. *Review of Quantitative Finance and Accounting* 15 (2) : 169-185.
- GIRARD C. (2001). Une typologie de l'activisme des actionnaires minoritaires en France. *Finance Contrôle Stratégie* 4 (3) : 123-146.
- GODARD L., SCHATTA A. (2004). Caractéristiques et fonctionnement des conseils d'administration français. *Cahier du FARGO*, n°1040201 : 1-27.
- GUL F. A., LEUNG S. (2004). Board leadership, outside directors' expertise and voluntary corporate disclosures", *Journal of Accounting and Public Policy* 23 : 351-379.
- HANIFFA R. M., COOKE T. E. (2002). Culture, corporate governance and disclosure in Malaysian corporations. *Abacus* 38 (3) : 317-349.
- HEALY P. M., HUTTON A., PALEPU K. G. (1999). Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure. *Contemporary Accounting Research* 16 : 485-520.
- HO S. S. M., WONG K. (2001). A study of corporate disclosure practice and effectiveness in Hong Kong. *Journal of International Financial Management and Accounting* 12 (1) : 75-102.
- HOARAU C. (1999). Modèles d'évaluation stratégiques et facteurs explicatifs de la création de valeur. *Working Paper*, IAE de Paris.
- IFA (2006). Les administrateurs salariés : un atout pour la gouvernance des entreprises françaises. Février, 16 pages.

- IFA (2007). La gouvernance des sociétés cotées, synthèse des recommandations sur le rôle et les modes d'action des conseils. Mai, 68 pages.
- IFA (2008). Comité d'audit : les 100 bonnes pratiques. Mars.
- JANIN, R. PIOT C. (2008). L'influence des auditeurs externes et des comités d'audit sur le contenu informatif des manipulations comptables. 29^{ième} Congrès de l'Association Française de Comptabilité, Cergy, pp. 1-27.
- JENSEN M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit and the failure of internal control systems. *Journal of Finance* 48 (3) : 831-880.
- KARAMANOU I., VAFEAS N. (2005). The association between corporate boards, audit committees, and management earnings forecasts: an empirical analysis. *Journal of Accounting Research* 43 (3) : 453-486.
- KENT P., STEWART J. (2008). Corporate governance and disclosures on the transition to International Financial Reporting Standards. *Accounting and Finance* 48 : 649-671.
- KING R., POWNALL G., WAYMIRE G. (1990). Expectations adjustment via timely earnings forecast disclosure: Review, synthesis, and suggestions for future research. *Journal of Accounting Literature* 9 : 113-144.
- LABELLE R., SCHATT A. (2003). Structure de propriété et communication financière des entreprises françaises. 24^{ième} Congrès de l'Association Française de Comptabilité,
- LAKHAL F. (2004). Les publications volontaires des résultats comptables en France. Doctorat en Sciences de Gestion, Université Paris XIII.
- LAKHAL F. (2006). Les mécanismes de gouvernement de l'entreprise et la publication volontaire des résultats en France. *Comptabilité- Contrôle- Audit* 12 (2) : 69-92.
- LANG M. H., LINS K V., MILLER D. P. (2003). ADRs, analysts and accuracy: does cross listing in the United States improve a firm's information environment and increase market value?. *Journal of Accounting Research* 41 (2), pp. 317-345.
- LANG M. H. LUNDHOLM R. J. (1993). Cross-sectional determinants of analysts ratings of corporate disclosures. *Journal of Accounting Research* 31 : 246-271.
- LANG M. H., LUNDHOLM R. J. (1996). Corporate disclosure policy and analyst behaviour. *The Accounting Review* 71 : 467-492.
- LA PORTA R., LOPEZ-DE SILANES F., SHLEIFER A. (1999). Corporate ownership around the world. *Journal of Finance* 54 : 471-518.
- LA PORTA R., LOPEZ-DE SILANES F., SHLEIFER A., VISHNY R. (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy* 106 :1113-1155.
- LATROUS I. (2006). Actionnaires de contrôle, bénéfices privés et endettement des entreprises : étude empirique sur le marché français. Doctorat en sciences de gestion, Université Paris I-Panthéon Sorbonne.

- LE MAUX J. (2003a). Les bénéfices privés: une rupture de l'égalité entre actionnaires. *Finance Contrôle Stratégie* 6 (1) : 63-92.
- LE MAUX J. (2003b). La protection des actionnaires minoritaires au sein des sociétés cotées en France. Doctorat en sciences de gestion, Université Paris I- Panthéon Sorbonne.
- LE MAUX J. (2005). La coalition du contrôle : une spécificité du gouvernement d'entreprise français. *Working Paper*, XVIème Conférence internationale de management stratégique, Pays de la Loire, Angers 2005, pp. 1-27.
- LEUZ C., NANDA D., WYSOCKI P. D. (2003). Earnings management and investor protection : an international comparison. *Journal of Financial Economics* 69 : 505-527.
- LIPTON M., LORSCH J. (1992). A modest proposal for improved corporate governance. *The Business Lawyer* 84 (1) : 59-77.
- LOUKIL L., TRIKI M. (2008). L'analyse de l'impact des mécanismes de gouvernance sur le niveau de divulgation volontaire: cas des sociétés tunisiennes non financiers. 29^{ième} Congrès de l'Association Française de Comptabilité, Cergy, Mai, pp. 1-53.
- MAATI J. (1999). *Le gouvernement de l'entreprise*. Paris-Bruxelles : DeBoeck Université, 293 pages.
- MARTINEZ I., SABOLY M. (2003). Les alertes aux résultats : la transparence comme alibi. *Cahier du CRG Toulouse*, n°2003-153, Mai, pp. 1-20.
- MEEK G., ROBERTS C., GRAY S. J. (1995). Factors influencing voluntary annual reports disclosures by US, UK and Continental European multinational corporations. *Journal of International Business Studies* 26 (3) : 555-572.
- MICHAILESCO C. (1999). Une étude empirique des déterminants de la qualité de l'information diffusée par les entreprises françaises au cours de la période 1991-1995. *Comptabilité-Contrôle- Audit* 5 (1): 83-108.
- MORCK R., SHLEIFER A., VISHNY R. (1989), "Alternative mechanisms of corporate control", *American Economic Review* 79 : 842-852.
- NAGAR V., NANDA D., WYSOCKI P. (2003). Discretionary Disclosure and stock-based incentives. *Journal of Accounting and Economics* 34 : 283-309.
- NOWLAND J. (2008). The effect of National governance codes on firm disclosure practices: evidence from analysts' forecasts. *Corporate Governance : an International Review* 16 (6) : 475-491.
- PFEFFER J. (1972). Size and composition of corporate boards of directors: the organization and its environment. *Administrative Science Quarterly* 17 : 218-228.
- PIOT C. (2009). Gouvernance, audit et qualité de l'information financière. pp. 94-139, In *Gouvernance d'entreprise : nouveaux défis financiers et non financiers* (Finet, A). Paris : Edition De Boeck.

- PIOT C., KERMICHE L. (2009). A quoi servent les comités d'audit? Un regard sur la recherche empirique. *Comptabilité-Contrôle-Audit*, Numéro thématique, Décembre, pp. 9-54.
- PLIHON D., PONSSARD J. P. (2002). La montée en puissance des fonds d'investissement, quels enjeux pour les entreprises ?. Documentation Française, n° 5146.
- POCHET C., YEO H. (2004). Les comités spécialisées des entreprises françaises cotées : mécanismes de gouvernance ou simples dispositifs esthétiques ?. *Comptabilité- Contrôle-Audit* 10 (2) : 31-54.
- POULAIN-REHM T. (2007). L'actionnariat des salariés en France, un facteur de création de valeur ?. *Banques et Marchés* (88) : 25-35.
- RAPPORT BOUTON (2002). Pour un meilleur Gouvernement des entreprises cotées. AFEP/AGREF-MEDEF, Rapport du groupe de travail présidé par Daniel Bouton, septembre, 33 pages.
- RAPPORT MEDEF (2003). Le gouvernement d'entreprise des sociétés cotées. Octobre, 20 pages.
- RAPPORT MEDEF (2008). Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées. Décembre, 36 pages.
- RAPPORT VIÉNOT 1 (1995). Le conseil d'administration des sociétés cotées. AFEP-CNPF, Juillet, 21 pages.
- RAPPORT VIÉNOT 2 (1999). Rapport du comité sur le gouvernement d'entreprise. AFEP-MEDEF, Juillet, 33 pages.
- RULAND W., TUNG S., GEORGE N. E. (1990). Factors associated with the disclosure forecasts. *The Accounting Review* 65 : 710-724.
- SENGUPTA P., (2004). Disclosure timing: determinants of quarterly earnings release dates. *Journal of Accounting and Public Policy* 23 : 457-482.
- SHLEIFER A., VISHNY R. W. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy* 94 (3) : 461-488.
- TAYLOR S. (2006). Ownership structure and analysts' earnings forecasts. *SSRN Working Papers*, disponible sur <http://ssrn.com/abstract=922727> , Aout, pp. 1-47.
- VANSTRAELEN A., ZARZESKI M. T., ROBB S. W. G., (2003). Corporate no financial disclosure practices and financial analyst forecast ability across the European countries. *Journal of International Financial Management and Accounting* 14 (3): 249-278.
- VERRECCHIA R. (1983). Discretionary disclosure. *Journal of Accounting and Economics* 5 (3) : 179-194.
- WILLIAMSON O. E. (1985). *The economic institutions of capitalism*. The Free Press.
- WRIGHT D. W. (1996). Evidence on the relation between corporate governance characteristics and the quality of financial reporting. *SSRN Working Papers*, pp. 1-38.

